PHÂN TÍCH THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN





MASTERING THE MARKET CYCLE:
Getting the Odds on Your Side

PHÂN TÍCH THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN
Làm chủ chu kỳ thị trường và tâm lý nhà đầu tư để trở thành người thắng cuộc

- Mọi ấn phẩm của 1980 Books đều được in trên chất liệu giấy cao cấp và an toàn.



Liên hệ về các vấn đề chung và bản dịch, bản thảo: 1980books@gmail.com
Liên hệ dịch vụ tư vấn và đại diện giao dịch bản quyền: right.1980books@gmail.com
Liên hệ về phát hành, kinh doanh: sales.1980books@gmail.com

Howard Marks
Nguyễn Minh Chung *dịch*

NEW YORK TIMES BEST SELLER

MASTERING THE MARKET CYCLE

PHÂN TÍCH THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN

Làm chủ chu kỳ thị trường và tâm lý nhà đầu tư để trở thành người thắng cuộc

QQL $3.50 ▲ 0.55 ▲ ▼ $44 OTP $17.10 UVX $0.25 ▼ BVI $1. IZO $3.04 ▲ IFO $1. KKT $0.13 ▲

1980 BOOKS
NHÀ XUẤT BẢN ĐẠI HỌC KINH TẾ QUỐC DÂN

Gửi tất cả tình yêu của tôi tới Nancy, Jane, Justin, Rosie và Sam,
Andrew và Rachel

Mục lục

Giới thiệu

Bảy năm trước, tôi có viết một cuốn sách với nhan đề là *The Most Important Thing: Uncommon Sense for the Thoughtful Investor* (tạm dịch: Điều quan trọng nhất: Những phán đoán bất thường của những nhà đầu tư thận trọng). Nó liên quan đến những vấn đề mà các nhà đầu tư đặc biệt chú ý. Trong cuốn sách đó, tôi có đề cập rằng "yếu tố quan trọng nhất cần được quan tâm là chu kỳ". Tuy nhiên, thực tế là tôi đã gắn mác "điều quan trọng nhất" cho 19 vấn đề khác nữa. Trong đầu tư sẽ không chỉ có một vấn đề quan trọng nhất. Mỗi một yếu tố trong 20 yếu tố tôi đã thảo luận trong *The Most Important Thing* chắc chắn là đều thiết yếu đối với bất cứ ai có khao khát trở thành nhà đầu tư thành công.

Vince Lombardi, một huấn luyện viên huyền thoại của đội bóng Green Bay Packers đã nổi tiếng vì câu nói: "Chiến thắng không phải là tất cả, nó là thứ duy nhất." Tôi chưa bao giờ có thể hiểu được ý nghĩa thực sự trong câu nói của Lombardi, nhưng có một điều không thể nghi ngờ là anh ấy coi chiến thắng là điều

quan trọng nhất. Tương tự như vậy, tôi không thể nói rằng sự hiểu biết về các chu kỳ là tất cả mọi thứ trong đầu tư, hay nó là điều duy nhất; nhưng đối với tôi, nó chắc chắn là yếu tố phải đứng hạng đầu trong danh sách.

Phần lớn các nhà đầu tư vĩ đại mà tôi biết đến trong những năm qua đều có khả năng phán đoán đặc biệt đối với sự hoạt động của chu kỳ thị trường nói chung, và với vị trí của chúng ta ở thời điểm hiện tại nói riêng. Khả năng này cho phép họ thực hiện các danh mục đầu tư vượt trội. Thời điểm chu kỳ tốt, kết hợp với một phương pháp đầu tư hiệu quả, cũng như sự tham gia của những nhà đầu tư giỏi là những nhân tố chủ yếu đóng góp vào sự thành công của công ty tôi, Công ty Quản lý vốn Oaktree.

Bởi vì tôi tìm thấy một vài điều đặc biệt về sự biến động của các chu kỳ, bởi vì phần lớn các khách hàng của tôi đều đặt ra một câu hỏi là chúng ta đang đứng ở đâu trong chu kỳ đó, và cuối cùng, bởi vì mới chỉ có rất ít người viết về bản chất cần thiết của chu kỳ - nên tôi đã quyết định viết một cuốn sách theo sau *The Most Important Thing* để dành toàn bộ nội dung khám phá về chu kỳ. Tôi hy vọng các bạn sẽ thấy nội dung này là hữu ích.



Một số kiểu mẫu và sự kiện thường xuyên xảy ra trong môi trường của chúng ta, nó sẽ tác động đến hành vi và cuộc sống. Mùa đông sẽ lạnh và nhiều tuyết hơn so với mùa hè, ban ngày thì sáng hơn ban đêm. Do vậy, chúng ta sẽ lên kế hoạch cho những chuyến trượt tuyết vào mùa đông và những chuyến du lịch trên thuyền vào mùa hè; đồng thời công việc và các hoạt

động giải trí của chúng ta sẽ diễn ra vào ban ngày, còn ban đêm là thời gian dành cho những giấc ngủ. Chúng ta bật đèn để chiếu sáng vào buổi tối và tắt chúng khi đi ngủ. Chúng ta cũng sẽ chuẩn bị những chiếc áo khoác thật ấm khi mùa đông đến và những bộ đồ bơi dành cho mùa hè. Dù có một vài người thư giãn bằng cách bơi trên đại dương vào mùa đông, và một số người chọn làm việc vào ban đêm để có nhiều thời gian rảnh rỗi vào ban ngày, nhưng phần lớn chúng ta đều tuân theo những thói quen thông thường, có tính chất định kỳ, nó khiến cho cuộc sống hằng ngày trở nên dễ dàng hơn.

Chúng ta sử dụng năng lực để nhận biết và thấu hiểu những kiểu mẫu này, do đó có thể đưa ra các quyết định một cách dễ dàng, tăng lợi ích cho bản thân và tránh phiền toái. Một điều rất quan trọng là chúng ta phụ thuộc vào những hiểu biết sẵn có của bản thân về những kiểu mẫu có tính chất định kỳ, do vậy chúng ta sẽ không phải xem xét lại từ đầu mỗi lần đưa ra quyết định. Chúng ta biết rằng những cơn bão thường có khả năng xuất hiện vào tháng 9, vì thế ta sẽ tránh đi đến vùng biển Caribe vào thời gian đó của năm. Người dân New York thường có kế hoạch đến thăm Miami và Phoenix vào những tháng mùa đông, khi mà sự chênh lệch nhiệt độ là dương, không phải âm. Và chúng ta cũng không phải quyết định xem liệu nên mặc áo ấm hay áo mỏng mỗi khi thức dậy vào những ngày tháng 1.

Sự vận động của nền kinh tế, các công ty và thị trường cũng tuân theo những kiểu mẫu. Một trong những kiểu mẫu đó thường được gọi là chu kỳ. Chúng xuất phát từ những hiện tượng xảy ra một cách tự nhiên, nhưng quan trọng là chúng cũng thay đổi theo tâm lý và hành vi của con người. Bởi vì

tâm lý và hành vi của con người đóng một phần quan trọng trong việc tạo ra chúng, nên những chu kỳ này sẽ không đều đặn như chu kỳ của lịch hay đồng hồ, mà chúng cũng có thể có những lúc tốt hơn hay xấu đi tùy theo từng hoạt động. Và chu kỳ có thể ảnh hưởng sâu sắc đến các nhà đầu tư. Nếu chúng ta quan tâm đến các chu kỳ thì có thể sở hữu lợi thế. Nếu chúng ta nghiên cứu các chu kỳ trong quá khứ thì sẽ hiểu được nguồn gốc và bản chất vấn đề, để có thể giữ cảnh giác trong các chu kỳ tiếp theo, và chúng ta không phải mất thời gian và công sức để tìm hiểu môi trường đầu tư một lần nữa. Khi đó, chúng ta sẽ tránh không bị các biến cố che mắt. Việc nắm bắt được những kiểu mẫu định kỳ này có thể giúp ta đưa ra những quyết định tốt hơn.



Thông điệp quan trọng tôi muốn nhắc tới là chúng ta nên chú ý đến các chu kỳ, mà có lẽ tôi nên nói rằng: "Hãy lắng nghe chúng." Trang web Dictionary.com đưa ra hai định nghĩa có liên quan chặt chẽ với nhau, nhưng có đôi chút khác biệt đối với từ "lắng nghe". Định nghĩa đầu tiên là "tập trung chăm chú vì mục đích nghe". Thứ hai là "chú ý". Cả hai định nghĩa trên đều phù hợp với những gì tôi đang đề cập.

Để có thể xác định đúng vị thế của một danh mục đầu tư theo môi trường ở thời điểm hiện tại – và theo những dự đoán về thị trường trong tương lai - thì các nhà đầu tư phải luôn duy trì một mức độ tập trung cao. Các sự kiện đều xảy ra tương đương đối với tất cả mọi người, những người đang hoạt động trong cùng một môi trường. Nhưng không phải tất cả mọi

người đều để ý đến các sự kiện này và có khả năng lắng nghe, nhìn nhận vấn đề như nhau, từ đó có khả năng xác định được những gì đã xảy ra.

Và một điều chắc chắn rằng không phải tất cả mọi người đều chú ý như nhau. "Chú ý" ở đây có nghĩa là "tuân theo, ghi nhớ trong tâm trí, được trái tim dẫn dắt và bận tâm". Hay nói một cách khác là "tiếp thu bài học và thực hiện những điều nó chỉ dẫn". Có lẽ tôi có thể truyền tải ý nghĩa của từ "chú ý" tốt hơn bằng cách liệt kê danh sách các từ trái nghĩa của nó: lờ đi, coi nhẹ, không quan tâm, loại bỏ, liếc qua, thờ ơ, tránh, coi thường, không tuân theo, xao lãng hoặc thiếu sự chú ý tới. Những nhà đầu tư nếu không bao giờ để ý đến việc mình đang đứng ở vị trí nào trong chu kỳ thì chắc chắn sẽ phải trải qua những hậu quả nghiêm trọng.

Để có thể tận dụng tối đa cuốn sách này và áp dụng nó một cách tốt nhất trong công việc khi giải quyết các vấn đề liên quan đến chu kỳ, một nhà đầu tư cần phải tìm cách nhận diện ra chu kỳ, đánh giá, tìm kiếm những chỉ dẫn mà nó mô tả và thực hiện những gì mà chúng nói với anh ta để đưa ra những quyết định đầu tư. (Xem phần *Một vài ghi chú của tác giả* sau đây để hiểu vì sao tôi sử dụng đại từ chỉ nam giới). Nếu một nhà đầu tư quan tâm đến các vấn đề này, anh ấy sẽ có khả năng chuyển đổi chu kỳ từ những điều xảy ra một cách tự nhiên, không thể kiểm soát, có thể gây ra những thiệt hại - thành một vấn đề có thể nắm bắt và tận dụng, đó chính là mấu chốt để khai thác và tạo ra những hiệu suất đầu tư vượt trội.



Một triết lý đầu tư thành công chỉ có thể được tạo ra thông qua sự kết hợp của một số yếu tố cần thiết như:

- Kiến thức nền tảng về các chuyên ngành kế toán, tài chính, kinh tế: cần thiết nhưng chưa đủ.
- Có cái nhìn tổng quan về sự vận hành của thị trường là rất quan trọng, bạn nên tìm hiểu nó trước khi đầu tư, nhưng nó phải được bổ sung, đặt câu hỏi, sàng lọc trong quá trình bạn đầu tư.
- Một vài quan điểm ban đầu sẽ đến từ những gì bạn đã đọc, vì vậy đọc là một viên gạch cần thiết giúp xây dựng nên nền tảng. Tiếp tục đọc sẽ giúp bạn nâng cao hiệu quả tiếp cận, giúp bạn tiếp thu những kiến thức mà bạn cảm thấy hấp dẫn và loại bỏ những kiến thức mà bạn không thích. Một điều quan trọng là, đọc những kiến thức nằm ngoài lĩnh vực đầu tư là một điều tuyệt vời. Nhà đầu tư huyền thoại Charlie Munger thường xuyên chỉ ra những lợi ích của việc đọc rộng nhiều đề tài. Lịch sử và quá trình phát triển của các lĩnh vực khác cũng có thể cải thiện rất nhiều cho phương pháp và quyết định đầu tư hiệu quả.
- Trao đổi ý tưởng với các nhà đầu tư đồng nghiệp có thể là một nguồn tài nguyên vô giá để phát triển. Do tính chất phi khoa học của đầu tư, việc kết thúc quá trình học hỏi và độc quyền sở hữu kiến thức là điều không bao giờ tồn tại. Đầu tư có thể thực hiện độc lập, nhưng tôi cho rằng những người đầu tư độc lập sẽ thiếu sót rất nhiều thứ - cả về khả năng nhận thức và khả năng giao tiếp.
- Cuối cùng, không có gì thay thế được kinh nghiệm của bản thân. Mỗi năm tôi đều rút ra những cái nhìn khác biệt

về đầu tư và mỗi một chu kỳ mà tôi trải qua đều dạy cho tôi một vài điều để có thể đối đầu với chu kỳ tiếp theo. Tôi xem nó là một sự nghiệp lâu dài và không có lý do gì để dừng lại sớm.

Viết cuốn sách này là cách tuyệt vời để tôi bày tỏ sự cảm tạ đối với những người đã đóng góp cho những quan điểm đầu tư và đời sống công việc của tôi.

- Tôi đã nhận được sự đóng góp rất tuyệt vời từ những lời nhận xét của Peter Bernstein, John Kenneth Gallbraith, Nassim Nicholas Taleb và Charlie Ellis.
- Tôi tiếp tục chắt lọc những nhận xét từ những người mà tôi đã trích dẫn trong *The Most Important Thing* và một vài người khác như Seth Klarman, Charlie Munger, Warren Buffet, Bruce Newberg, Michael Milken, Jacob Rothschild, Todd Combs, Roger Altman, Joel Greenblatt, Petter Kaufman và Doug Kass. Từ khi Nancy và tôi chuyển đến New York vào năm 2013 cùng những đứa trẻ của chúng tôi, tôi đã may mắn nhận được nhận xét của Oscar Schafer, Jim Tisch và Ajit Jain cho cuốn sách này. Mỗi một cách nhìn của họ về đầu tư đều đã được tôi tiếp thu.
- Cuối cùng, tôi muốn nhắc tới những người cộng sự vô cùng quan trọng, những người đồng sáng lập ra Oaktree: Bruce Karsh, Sheldon Stone, Richard Masson và Larry Keele. Họ vinh danh tôi bằng việc áp dụng các triết lý của tôi làm nền tảng cho phương pháp đầu tư của Oaktree, và họ đã áp dụng một cách khéo léo (do đó nó đã được công nhận), giúp tôi tích lũy thêm nhiều kinh nghiệm trong suốt hơn 30 năm chúng tôi cộng tác. Như sẽ được nhắc tới ở các

phần sau, Bruce và tôi đã trao đổi những ý tưởng và hỗ trợ lẫn nhau gần như hằng ngày trong khoảng thời gian hơn 30 năm đó, và những hoạt động trao-đi-và-nhận-lại giữa chúng tôi, đặc biệt trong những thời điểm khó khăn, đã đóng góp một phần không thể thiếu vào sự phát triển của phương pháp tiếp cận các chu kỳ được đề cập trong cuốn sách này.

Tôi cũng muốn gửi lời cảm ơn đến tất cả những người đã đóng góp một phần quan trọng trong việc tạo ra cuốn sách: Biên tập tài năng của HMH - Rick Wolff; người đại diện năng nổ - Jim Levine, người đã giới thiệu tôi với Rick; người bạn tuyệt vời Karen Mack Goldsmith, người đã luôn cho tôi động lực để có thể tạo ra một cuốn sách hấp dẫn hơn; và người trợ lý đã hết sức hỗ trợ tôi trong một thời gian dài, Caroline Heald. Tôi cũng đặc biệt muốn nhắc tới giáo sư Randy Kroszner của Đại học Chicago, người đã giúp tôi xem xét các chương liên quan đến chu kỳ kinh tế và sự can thiệp của chính phủ lên nó.



Bởi vì kiến thức là một sự tích lũy, do đó chúng ta sẽ không bao giờ biết tất cả, tôi luôn hy vọng được học hỏi nhiều hơn trong những năm tiếp theo. Trong đầu tư, không có gì hiệu quả mãi mãi, bởi vì môi trường đầu tư luôn luôn thay đổi, và những nỗ lực của các nhà đầu tư để phản ứng lại với môi trường còn khiến nó thay đổi hơn nữa. Vì vậy, tôi mong rằng sẽ tiếp thu được nhiều kiến thức hơn trong tương lai - những điều mà tôi chưa biết, và tôi hy vọng sẽ chia sẻ chúng trong các bài báo và các cuốn sách sắp tới.

Một vài ghi chú của tác giả

1. Như tôi đã đề cập trong cuốn *The Most Important Thing,* tôi muốn đưa ra một lời xin lỗi khi chỉ sử dụng đại từ chỉ nam giới trong toàn bộ cuốn sách này. Nó có thể là thói quen của một tác giả đã bắt đầu viết sách từ hơn 60 năm về trước. Tôi cảm thấy việc sử dụng đại từ "anh ấy" dễ dàng và thu hút hơn so với việc sử dụng cách viết "anh ấy/chị ấy". Việc sử dụng xen kẽ giữa "anh ấy" và "chị ấy" dường như thật cưỡng ép. Đồng thời, tôi cũng không thích sử dụng đại từ "họ" khi đối tượng đề cập tới là một người duy nhất. Những người phụ nữ xuất sắc mà tôi được vinh dự làm việc cùng trong suốt sự nghiệp của mình đều biết rằng tôi hoàn toàn coi họ là những chuyên gia và nhà đầu tư, y như những đồng nghiệp nam giới.

2. Cũng giống như trong *The Most Important Thing,* để đưa ra các quan điểm của tôi trong cuốn sách này, thỉnh thoảng tôi sẽ mượn một số báo cáo gửi tới khách hàng mà tôi đã viết trong nhiều năm, bắt đầu từ năm 1990. Tôi cũng sẽ trích dẫn một vài nội dung trong cuốn sách đầu tiên của tôi. Tôi có thể dành thời gian nghiên cứu và viết lại chúng một lần nữa, nhưng tôi sẽ không làm vậy. Thay vào đó, tôi sẽ lấy những phần quan trọng từ các cuốn sách và các báo cáo mình từng viết mà tôi cho rằng nó sẽ khiến các vấn đề trở nên rõ ràng hơn. Tôi hy vọng điều này không làm các độc giả cảm thấy cuốn sách trên tay không đáng giá so với những gì các bạn phải bỏ tiền.

   Để phù hợp với nội dung của cuốn sách, tôi sẽ thêm một vài từ hoặc xóa một vài từ trong các đoạn mà tôi trích dẫn, hoặc giữ nguyên cả đoạn đó nhưng sắp xếp theo một cách khác so với bản gốc. Bởi vì đây là các đoạn văn do tôi viết ra nên tôi nghĩ nó sẽ vẫn ổn khi làm như vậy mà không cần phải chú thích cho mọi trường hợp. Nhưng tôi làm thế chỉ để tăng tính hữu ích, không phải để thay đổi ý nghĩa hoặc chỉnh sửa chúng cho đúng hơn sau khi có thời gian nghiền ngẫm.

3. Và cuối cùng, như *The Most Important Thing,* tôi sẽ giải quyết ở cuốn sách này các vấn đề phức tạp liên quan đến các yếu tố có nội dung trùng nhau và không thể tách ra thành các phần riêng biệt, đó là bản chất chung của sự đầu tư. Bởi vì một vài yếu tố được nhắc tới nhiều lần ở các chủ đề khác nhau, bạn cũng có thể thấy một vài điều sẽ được nhắc lại - trong đó tôi đã bao gồm những phần trích dẫn đáng chú ý từ người khác, hoặc trích dẫn từ cuốn sách của tôi mà tôi không thể sử dụng chỉ một lần.

4. Chú ý rằng khi tôi nhắc đến "đầu tư", có nghĩa là các nhà đầu tư đang mua, nắm giữ hoặc như chúng ta nói thì là "ôm dài hạn" với kỳ vọng rằng một số cổ phiếu nhất định sẽ được định giá cao. Điều này ngược lại với bán khống chứng khoán, tức chứng khoán mà các nhà đầu tư hy vọng chúng sẽ mất giá. Không phải lúc nào các nhà đầu tư cũng "ôm dài" thay vì "bán khống", nhưng phần lớn thời gian là như vậy. Số người ở vị thế bán khống chứng khoán hoặc thậm chí nhận được lợi nhuận ròng từ bán khống (khi người bán khống có tổng giá trị tài sản vượt quá tổng giá trị chứng khoán mà họ nắm giữ) chỉ chiếm số lượng rất nhỏ so với những người đầu tư nói chung. Do vậy, trong cuốn sách này, tôi sẽ tập trung nói đến việc đầu tư vào những điều mà ta kỳ vọng sẽ tăng giá, chứ không đề cập tới việc bán khống và hy vọng giá cổ phiếu sẽ giảm.

5. Cuối cùng, ý tưởng đầu tiên của cuốn sách này là chỉ đề cập đến các chu kỳ, nhưng khi bắt tay vào viết, tôi đã nảy ra nhiều ý tưởng cho các chủ đề khác nữa, như cách lựa chọn tài sản và cách "bắt dao rơi"[1]. Thay vì loại bỏ, tôi đã đưa cả những nội dung này vào sách. Tôi hy vọng bạn sẽ hài lòng khi chúng được viết ra và cung cấp thêm thông tin, chứ không phải là những nội dung lạc đề.

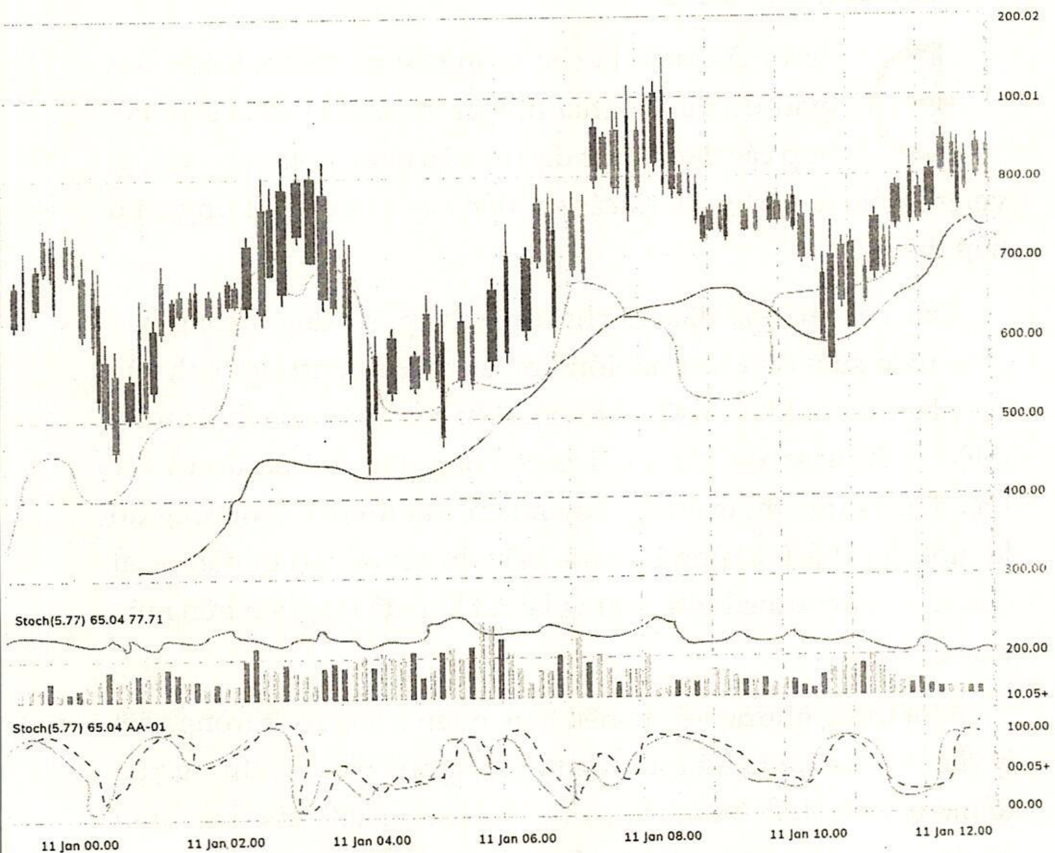
---

[1] "Dao rơi" là thuật ngữ chỉ cổ phiếu nhanh chóng mất giá trong thời gian ngắn. "Bắt dao rơi" mô tả nỗ lực bù lỗ của nhà đầu tư.

00:01

1

TẠI SAO PHẢI NGHIÊN CỨU VỀ CHU KỲ?



1.27 65 4

1.27 65 7

Sell

Buy

Ưu thế thay đổi khi vị thế của chúng ta trong chu kỳ thay đổi. Nếu không thay đổi quan điểm đầu tư theo những sự thay đổi đó thì chúng ta sẽ rơi vào cảnh bị động trong chu kỳ. Nói một cách khác, khi đó chúng ta đã bỏ qua cơ hội giành lấy lợi thế về mình. Nếu sử dụng một số hiểu biết về chu kỳ, chúng ta có thể tăng tiền cược và rót chúng vào các khoản đầu tư quyết liệt hơn - khi tỷ lệ cá cược đang có lợi cho chúng ta, hoặc ta có thể rút tiền ra khỏi cuộc chơi và tăng khả năng phòng thủ khi tỷ lệ cược đang ở thế bất lợi.

Đầu tư là chuẩn bị cho tương lai tài chính. Cách đơn giản để định nghĩa nhiệm vụ này là chúng ta tập hợp các danh mục đầu tư vào ngày hôm nay, với hy vọng sẽ thu được lợi ích từ các sự kiện xảy ra trong những năm tiếp theo.

Đối với các nhà đầu tư chuyên nghiệp, sự thành công bao gồm hiệu suất đầu tư phải lớn hơn so với mức trung bình của các nhà đầu tư khác, hoặc vượt qua chỉ số chuẩn của thị trường (hiệu suất được xác định bởi hoạt động đầu tư của tất cả các nhà đầu tư trên thị trường). Tuy nhiên, đạt được thành công đó là một thử thách không hề nhỏ, mặc dù rất dễ tạo ra hiệu suất đầu tư ở mức trung bình, nhưng lại rất khó để vượt lên trên mức trung bình ấy.

Một trong những yếu tố nền tảng quan trọng nhất trong triết lý đầu tư của tôi là tôi tin rằng ta không thể biết về những yếu tố mang tính chất "vĩ mô xảy ra trong tương lai", như nền kinh tế, thị trường hoặc chính trị. Hoặc nói một cách chính xác hơn, rất ít người có khả năng biết được nhiều thông tin về các yếu tố vĩ mô trong tương lai hơn những người khác. Và chỉ khi chúng ta biết được nhiều thông tin hơn người khác (nó có thể bao gồm

dữ liệu tốt hơn, xử lý các dữ liệu đã có hiệu quả hơn, biết được những hành động cần được thực hiện khi đã có kết quả từ việc phân tích dữ liệu, hoặc có đủ can đảm để thực hiện các hành động đó) thì sự dự đoán của chúng ta mới tạo ra hiệu suất đầu tư vượt mức.

Tóm lại, nếu chúng ta có cùng những thông tin như nhau, cùng phân tích theo một cách, đạt được những kết luận như nhau và thực hiện chúng theo cách giống nhau thì chúng ta không nên mong đợi rằng quá trình đó sẽ dẫn đến hiệu suất đầu tư tốt hơn. Và rất khó để có thể duy trì hiệu suất vượt trội một cách liên tục khi phụ thuộc vào các vấn đề liên quan đến yếu tố vĩ mô.

Vì vậy, theo quan điểm của tôi, cố gắng đưa ra những dự đoán về những yếu tố vĩ mô trong tương lai không thể giúp các nhà đầu tư có được hiệu suất đầu tư vượt trội. Có rất ít các nhà đầu tư nổi tiếng vì sở hữu hiệu suất vượt trội thông qua dự đoán tình hình vĩ mô.

Warren Buffett một lần đã nói với tôi về hai yếu tố của một thông tin đáng giá, đó là nó phải quan trọng và nó phải được biết đến. Mặc dù, "mọi người đều biết" rằng sự phát triển của các yếu tố vĩ mô đóng vai trò quan trọng trong việc xác định hiệu suất đầu tư của thị trường ngày nay, "các nhà đầu tư vĩ mô" nói chung chỉ đạt được những kết quả đầu tư không mấy ấn tượng. Không phải các yếu tố vĩ mô không quan trọng, mà vì chỉ có rất ít người thông thạo về nó. Đối với hầu hết mọi người, họ không thể biết được những yếu tố vĩ mô (hoặc không biết rõ và đầy đủ để có thể tạo ra hiệu suất đầu tư vượt trội).

Do vậy, tôi buộc phải từ bỏ việc dự đoán các yếu tố vĩ mô, một thứ sẽ mang lại những khoản đầu tư thành công cho phần

lớn các nhà đầu tư, và tôi chắc chắn rằng bao gồm cả bản thân mình trong nhóm đó. Nếu như vậy, chúng ta còn có thể làm gì? Dù còn rất nhiều các khía cạnh nhỏ và đa dạng khác, tôi nghĩ rằng chúng ta có thể dành phần lớn thời gian của mình cho ba lĩnh vực tổng quát sau:

- Cố gắng biết được nhiều thông tin hơn người khác về những điều tôi gọi là những thông tin "có thể biết được": những kiến thức nền tảng về các ngành công nghiệp, các công ty và các loại chứng khoán.
- Tuân theo đúng nguyên tắc, đó là cái giá hợp lý cho việc tham gia vào những nền tảng cơ bản trên.
- Hiểu được môi trường đầu tư - nơi mà chúng ta đang ở trong đó, và quyết định xem ta sẽ định vị chiến lược cho danh mục đầu tư của mình trong môi trường này ra sao.

Đã có rất nhiều người viết về hai chủ đề đầu tiên. Chúng tạo ra các nội dung then chốt trong "phân tích chứng khoán" và "đầu tư giá trị": Sự phán đoán về việc một tài sản có thể tạo ra những gì trong tương lai - thường thể hiện dưới dạng thu nhập hoặc dòng tiền, cũng như những triển vọng nào có thể khiến tài sản có giá trị tại thời điểm hiện tại.

Các nhà đầu tư giá trị sẽ làm như thế nào? Họ sẽ cố gắng tận dụng sự khác biệt giữa "giá cả" và "giá trị". Để có thể làm được điều đó một cách thành công, họ phải (a) xác định giá trị nội tại của một tài sản và nó có khả năng thay đổi trong tương lai ra sao, và (b) xác định giá trị thị trường hiện tại của tài sản, so sánh với giá trị nội tại, giá trị trong quá khứ, giá trị của các tài sản khác và mức giá "phù hợp về mặt lý thuyết" đối với các tài sản nói chung.

Sau đó, họ sử dụng các thông tin này để thiết lập các danh mục đầu tư. Phần lớn thời gian, mục tiêu trước mắt là nắm giữ các khoản đầu tư có giá trị tốt nhất: những tài sản có tiềm năng tăng giá trị lớn nhất và/hoặc có tỷ lệ tiềm năng tăng trưởng so với rủi ro giảm giá trị khả quan nhất. Bạn có thể phản biện rằng việc thiết lập một danh mục đầu tư nên chỉ bao gồm việc xác định những tài sản giá trị nhất và những tài sản có giá thấp hơn giá trị thật. Điều đó nhìn chung có thể đúng và áp dụng trong thời gian dài, nhưng tôi nghĩ rằng có một yếu tố khác có thể mang lại lợi nhuận khi tham gia vào quá trình đầu tư: định vị đúng danh mục đầu tư đối với những gì có thể xảy ra trên thị trường trong những năm sắp tới.

Theo quan điểm của tôi, cách tốt nhất để có thể tối ưu hóa việc định vị một danh mục đầu tư ở một thời điểm nhất định là thiết lập sự cân bằng giữa đầu tư theo xu hướng tấn công và đầu tư theo xu hướng phòng thủ. Và tôi tin rằng sự cân bằng giữa tấn công/phòng thủ nên được điều chỉnh theo thời gian để đáp ứng với những thay đổi về trạng thái của môi trường đầu tư, nơi chứa đựng những yếu tố của chu kỳ.

> Từ khóa cần chú ý tới là "điều chỉnh". Tổng số tiền mà bạn đầu tư, sự phân bổ vốn của bạn giữa các khả năng khác nhau, và những rủi ro đối với tài sản bạn nắm giữ – tất cả nên được điều chỉnh liên tục, khi bạn chuyển từ đầu tư theo xu hướng tấn công sang đầu tư theo xu hướng phòng thủ... Khi chúng ta nhận thấy giá trị rẻ thì nên quyết liệt đầu tư, khi chúng ta nhận thấy giá trị đắt thì nên rút lại.
>
> (Bài viết "Lại một lần nữa ư?", đăng tháng 9 năm 2017)

Điều chỉnh vị thế của một danh mục đầu tư là nội dung chủ yếu của cuốn sách này.



"Xu hướng" là một trong những từ khóa quan trọng cần đề cập nếu một người muốn hiểu được lý do phải nghiên cứu chu kỳ.

Nếu các yếu tố tác động đến đầu tư mang tính đều đặn và có thể dự đoán được, thì chúng ta có thể nói những chuyện gì "sẽ xảy ra" – giả sử như ta có thể dự đoán các yếu tố vĩ mô chẳng hạn. Dù thực tế không như vậy, điều đó không có nghĩa là chúng ta hoàn toàn không thể suy đoán tương lai. Thay vào đó, chúng ta có thể bàn luận về những điều có thể xảy ra hoặc nên xảy ra, cũng như tỷ lệ khả năng chúng sẽ xảy ra. Tất cả những điều đó, tôi gọi là "xu hướng".

Trong thế giới đầu tư, chúng ta thường xuyên bàn luận về rủi ro, nhưng không có khái niệm chung về rủi ro là gì hoặc nó sẽ tác động lên hành vi của nhà đầu tư như thế nào. Một số người cho rằng rủi ro là khả năng có thể mất tiền, trong khi một số khác (bao gồm các nhà nghiên cứu về tài chính) lại cho rằng rủi ro là sự biến động của giá tài sản hoặc lợi nhuận. Và còn rất nhiều các loại rủi ro khác - quá nhiều để có thể đề cập được hết.

Theo quan điểm cá nhân thì tôi nghiêng nhiều về định nghĩa đầu tiên: Rủi ro trước hết là nguy cơ mất vốn vĩnh viễn. Nhưng cũng có một thứ gọi là rủi ro cơ hội: Nguy cơ bỏ lỡ các lợi ích tiềm năng. Kết hợp hai điều này lại với nhau và chúng ta thấy rằng rủi ro là nguy cơ mọi việc xảy ra không theo cách chúng ta mong muốn.

Nguồn gốc của rủi ro là gì? Một trong những triết gia đầu tư mà tôi yêu thích, Peter Bernstein, đã nói như sau trong bản

tin *Kinh tế và chiến lược danh mục đầu tư* của ông, bài viết có tựa đề "Liệu chúng ta có thể đo lường rủi ro bằng một con số hay không?" (đăng tháng 5 năm 2017):

> Về cơ bản, rủi ro nói rằng chúng ta không biết điều gì sẽ xảy ra... Chúng ta bước đi mò mẫm trong từng khoảnh khắc. Có một khoảng giới hạn những kết quả có thể xảy ra, và chúng ta không biết kết quả thực tế sẽ nằm ở đâu trong khoảng giới hạn đó. Thông thường chúng ta không biết được khoảng giới hạn là gì.

Bạn sẽ tìm thấy bên dưới một vài ý tưởng (được tóm tắt rất ngắn gọn từ bản đầy đủ được trích dẫn từ bài viết "Rủi ro lại tới thăm ta một lần nữa" vào tháng 6 năm 2015) mà tôi đã phát triển trực tiếp từ những quan điểm ban đầu của Bernstein. Chúng có thể giúp bạn hiểu và đối phó với rủi ro.

Một giáo sư đã nghỉ hưu của Trường Kinh doanh Luân Đôn, Elroy Dimson nói rằng: "Rủi ro có nghĩa là những thứ có thể xảy ra nhiều hơn những thứ sẽ xảy ra." Đối với mỗi biến cố trong nền kinh tế, kinh doanh và thị trường (cùng với những điều khác), nếu chỉ có một điều có thể xảy ra – trong trường hợp chỉ có thể có một kết quả – và nếu nó có thể dự đoán được, thì tất nhiên sẽ chẳng có rủi ro nào hết, và cũng chẳng có điều gì là không chắc chắn. Và vì không có điều gì là không chắc chắn về những vấn đề sẽ xảy ra, nên về mặt lý thuyết, chúng ta có thể biết chính xác cách định vị danh mục đầu tư để tránh thua lỗ và thu được lợi nhuận tối đa. Nhưng trong cuộc sống và trong đầu tư có rất nhiều kết quả khác nhau có thể xảy ra, ta không thể tránh được rủi ro và những điều không chắc chắn.

Theo những lập luận trên, ta không nên xem xét tương lai dưới dạng một kết quả cố định duy nhất, được định sẵn là sẽ xảy ra và có khả năng dự đoán được. Tương lai nên được xem là một khoảng

phạm vi các khả năng có thể xảy ra và có tính phân phối xác suất (ta kỳ vọng như vậy, dựa trên cơ sở những hiểu biết chuyên sâu về tính có thể xảy ra của từng kết quả tương lai). Phân phối xác suất phản ánh quan điểm của mỗi người về các xu hướng.

Nhà đầu tư – hoặc bất kỳ ai có hy vọng sẽ giao dịch thành công trong tương lai – phải hình thành những phân phối xác suất, dù là rõ ràng hay không chính thức. Nếu nó chính xác, những xác suất sẽ hữu ích trong việc đưa ra các hành động phù hợp. Nhưng một điều cần thiết phải ghi nhớ là ngay cả khi chúng ta biết các xác suất xảy ra, không có nghĩa là chúng ta biết chắc chắn điều gì sẽ xảy ra.

Các kết quả liên quan đến một vấn đề nhất định có thể bị tác động bởi một phân phối xác suất trong thời gian dài, nhưng kết quả của một sự kiện đơn lẻ có thể khiến mọi thứ trở nên không hề chắc chắn. Bất kỳ kết quả nào có trong phân phối đều có khả năng xảy ra, dẫu cho có rất nhiều xác suất đa dạng, bởi vì quá trình tạo nên các kết quả không chỉ bị ảnh hưởng bởi bản chất sự vật mà còn bởi sự ngẫu nhiên. Đảo ngược lại quan điểm của Dimson: Mặc dù có rất nhiều điều có thể xảy ra, nhưng chỉ có một điều sẽ xảy ra. Chúng ta có thể trông chờ điều gì sẽ xảy ra khi "xét trung bình", nhưng điều đó có thể không hề liên kết với những điều thực tế sẽ xảy ra.

Quan điểm của tôi về vấn đề này như sau: Sự thành công trong đầu tư giống như lựa chọn một người trúng số độc đắc. Cả hai đều được xác định bởi một tấm vé (kết quả) từ việc quay xổ số (phạm vi các kết quả có khả năng xảy ra). Trong mỗi trường hợp, một kết quả duy nhất được chọn trong số rất nhiều điều có khả năng xảy ra.

Những nhà đầu tư vượt trội là những người có khả năng phán đoán tốt hơn về những tấm vé số trong vòng quay và do đó, họ quyết định liệu có đáng quay xổ số hay không. Nói một cách khác, dù những nhà đầu tư tài ba – cũng giống như các nhà đầu tư khác – không biết được chính xác tương lai, họ vẫn có hiểu biết ở mức trên trung bình về các xu hướng trong tương lai.

Mặt khác, tôi muốn đề cập thêm một vấn đề nữa ở đây. Phần lớn mọi người đều nghĩ cách để đối phó với tương lai là đưa ra ý kiến về những gì sẽ xảy ra, có thể thông qua một phân phối xác suất. Thực ra tôi nghĩ rằng có hai vấn đề cần đề cập, chứ không phải một. Ngoài đưa ra ý kiến về những gì sẽ xảy ra, mọi người nên nhìn nhận về khả năng ý kiến của họ được chứng minh tính chính xác. Một vài sự kiện có thể được dự đoán với mức độ đáng tin cao (ví dụ như: liệu trái phiếu đầu tư với một mức xếp hạng nhất định có trả lãi đúng như thỏa thuận ban đầu hay không?), trong khi một số dự đoán là không chắc chắn (liệu Amazon còn dẫn đầu thị trường bán lẻ trực tuyến trong mười năm nữa hay không?), và một số điều hoàn toàn không thể dự đoán được (liệu thị trường cổ phiếu sẽ đi lên hay đi xuống trong tháng tới?). Ý tôi ở đây là các dự đoán không có mức độ chính xác như nhau, vì vậy mức phụ thuộc của ta vào chúng không nên giống nhau. Tôi không nghĩ rằng hầu hết mọi người nhận thức được điều này như đáng lẽ họ nên như vậy.



Đây là một cách hay để nghĩ về nhà đầu tư tài ba được mô tả ở trên: Anh ta là người có cái nhìn sâu sắc về các xu hướng, điều đó cho phép anh thu được lợi thế về phía mình.

Giả sử có 100 quả bóng trong một cái bình, một số bóng màu đen và một số bóng màu trắng. Bạn nên cược quả bóng màu nào xuất hiện?

- Nếu bạn không biết gì về số lượng của từng loại bóng trong bình, sự cá cược sẽ chỉ là vấn đề phỏng đoán, là một sự suy đoán không hề có căn cứ. Tình huống tương tự xảy ra nếu bạn biết có 50 quả bóng màu đen và 50 quả bóng màu trắng. Bạn có thể đặt cược một cách khôn ngoan, với xác suất bóng đen và bóng trắng như nhau. Nhưng làm như vậy cũng chỉ giúp bạn có 50:50 cơ hội chính xác, không nhiều hơn. Do đó, sự cá cược sẽ không đi đến đâu trừ khi tỷ lệ đúng - sai giữa hai bên ít nhất cũng phải bằng nhau, và trừ khi bạn có thể tránh một khoản phí tham gia (trong đầu tư, nó là tiền hoa hồng hay giá chênh lệch giữa giá mua và giá bán). Đặt cược vào bóng màu đen hay màu trắng khi tỷ lệ đúng - sai như nhau thậm chí còn không sinh lãi bằng gặp may mắn, và may mắn lại là thứ ta không thể dựa vào. Cá cược mà lại không biết gì về số lượng từng loại bóng trong bình thì sẽ không sinh lãi một cách chắc chắn được.
- Nhưng nếu bạn biết được một điều đặc biệt liên quan đến số lượng từng loại bóng trong bình thì sao? Giả sử bạn biết trong bình có 70 quả bóng màu đen và 30 quả bóng màu trắng, điều này khiến tỷ lệ chiến thắng của bạn cao hơn so với thất bại. Nếu bạn có thể đặt cược 10 đô la cho bóng màu đen với một người chấp nhận tỷ lệ cược ngang hàng, thì bạn có 70% khả năng sẽ nhận được thêm 10 đô la, và 30% khả năng sẽ mất đi 10 đô la. Như vậy, số tiền

lời dự kiến của bạn là 40 đô la sau 10 lượt chọn (Chú ý: Đây là kết quả trung bình đạt được sau khi chơi nhiều lần, nhưng chúng sẽ biến động đáng kể nếu chỉ chơi ít lượt bởi tính ngẫu nhiên).

- Tất nhiên, đối thủ đặt cược của bạn sẽ chỉ chấp nhận tỷ lệ cược ngang hàng khi bạn chọn màu đen (a) nếu anh ấy không biết số lượng bóng là 70% màu đen và 30% màu trắng, và (b) nếu anh ấy không biết rằng bạn đã biết điều đó. Nếu anh ta cũng biết những thông tin như bạn biết về số lượng các loại bóng trong bình, anh ta sẽ chỉ cho bạn tỷ lệ cược là 30:70 khi đặt cược bóng màu đen[1] và cuộc đánh cược này lại không thể sinh lãi.
- Nói cách khác, để chiến thắng trong một cuộc chơi thường xuyên hơn so với thua cuộc, bạn phải có lợi thế về kiến thức. Đó chính là điều mà nhà đầu tư tài ba sở hữu: Anh ấy biết nhiều hơn mọi người về những xu thế trong tương lai.
- Tuy nhiên, một điều quan trọng cần phải nhớ là những gì tôi đã nói trước đó: Thậm chí nếu bạn có biết về xác suất – tức khi bạn có tầm nhìn vượt trội về xu hướng – bạn vẫn không thể biết được điều gì sẽ xảy ra. Ngay cả khi tỷ lệ bóng trong bình là 70 đen và 30 trắng, bạn vẫn không biết quả bóng màu nào sẽ được chọn. Đúng vậy, khả năng chọn được bóng đen sẽ cao hơn bóng trắng, nhưng vẫn có thể chọn được bóng trắng với xác suất 30%. Khi mà vẫn có bóng trắng ở trong bình cùng với bóng đen, và đặc biệt khi

[1] Nói cách khác, người chọn bóng màu đen lúc này phải chấp người chọn bóng màu trắng theo tỷ lệ kèo chấp 30:70.

các yếu tố ngẫu nhiên và ngoại sinh sẽ tác động đến quả bóng kế tiếp được chọn, thì không có điều gì chắc chắn về kết quả.

- Nhưng sau tất cả, không cần phải chắc chắn thì cuộc chơi mới đáng tham gia. Một lợi thế về kiến thức liên quan đến các xu hướng là đã đủ để tạo ra thành công trong dài hạn.

≈

Điều này dẫn chúng ta tới những lợi ích đạt được khi am hiểu về chu kỳ. Những nhà đầu tư bình thường không biết nhiều về nó:

- Anh ấy không nắm được đầy đủ bản chất và tầm quan trọng của chu kỳ.
- Anh ấy chưa đầu tư đủ lâu để trải qua nhiều chu kỳ.
- Anh ấy không đọc lịch sử tài chính và do đó không học được những bài học từ chu kỳ trong quá khứ.
- Anh ấy chủ yếu quan sát môi trường thông qua các sự kiện riêng biệt hơn là chú ý tới kiểu mẫu lặp lại và tìm ra những lý do đằng sau chúng.
- Điều quan trọng nhất là anh ấy không hiểu được ý nghĩa lớn lao của chu kỳ và những gì chúng có thể nói với anh ấy về cách hành động.

Những nhà đầu tư tài ba luôn quan tâm đến chu kỳ. Anh ta để ý xem liệu những kiểu mẫu trong quá khứ có lặp lại hay không, anh xác định vị trí của chúng ta trong các chu kỳ khác nhau và hiểu được những điều đó chứa gợi ý cho các hành động của anh ta. Điều này cho phép anh có những nhận định hữu ích về chu kỳ và vị trí của chúng ta trong nó. Đặc biệt là:

- Liệu chúng ta đang ở gần với xu hướng bắt đầu đi lên, hay đang trong những giai đoạn cuối của quá trình đi lên đó?
- Nếu một chu kỳ đã đi lên được một thời gian, liệu nó có đang đi quá xa khiến chúng ta rơi vào vùng nguy hiểm?
- Hành vi của các nhà đầu tư cho thấy họ đang bị chi phối bởi lòng tham hay nỗi sợ hãi?
- Họ có vẻ là người tránh né rủi ro hay là người chịu đựng rủi ro một cách ngu ngốc?
- Liệu thị trường có đang quá nóng (và được định giá quá cao) hay đang nguội đi (và do đó rẻ hơn) bởi vì những gì đang diễn ra theo chu kỳ?
- Tóm lại, liệu vị trí hiện tại của chúng ta trong chu kỳ có gợi ý rằng chúng ta nên tấn công hay phòng thủ?

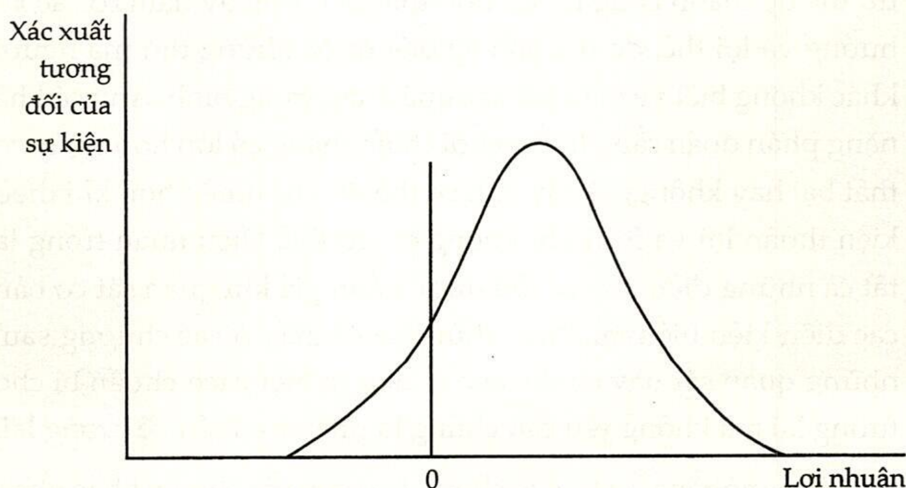
Nhờ chú ý đến những yếu tố này, nhà đầu tư tài ba đạt được ưu thế để thành công nhiều hơn thất bại. Anh ấy nắm rõ các xu hướng và lợi thế, do đó, anh ấy biết được những thứ mà người khác không biết về màu sắc các quả bóng trong bình. Anh có khả năng phán đoán rằng liệu cơ hội chiến thắng có lớn hơn nguy cơ thất bại hay không, vì vậy anh có thể đầu tư nhiều hơn khi điều kiện thuận lợi và ít đi khi không có ưu thế. Điều quan trọng là tất cả những điều này có thể được đánh giá khi quan sát cơ bản các điều kiện hiện tại. Như chúng ta sẽ thấy ở các chương sau, những quan sát này có thể cho chúng ta biết cách chuẩn bị cho tương lai mà không yêu cầu chúng ta phải dự đoán về tương lai.

Nên nhớ rằng, vị trí của chúng ta trong các chu kỳ khác nhau có tác động mạnh đến tỷ lệ cá cược. Ví dụ, như chúng ta sẽ thấy ở những chương sau, cơ hội đầu tư sẽ được cải thiện hơn khi:

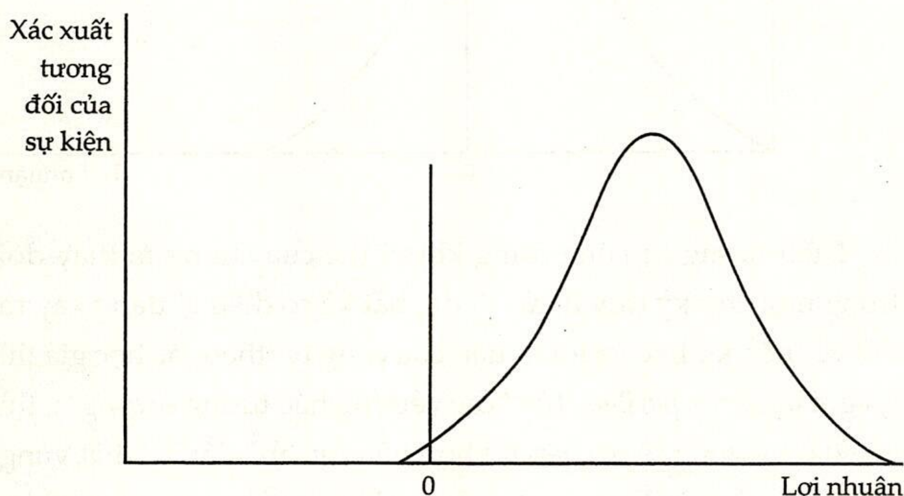
- Nền kinh tế và lợi nhuận của công ty nhiều khả năng sẽ đi lên hơn là đi xuống.
- Các nhà đầu tư có tâm lý tỉnh táo hơn là bị kích động.
- Các nhà đầu tư có nhận thức về rủi ro – thậm chí tốt hơn nữa – họ đặc biệt bận tâm về rủi ro.
- Giá của thị trường không tăng quá cao.

Những đặc điểm trên (và nhiều hơn nữa) đều có những chu kỳ. Việc biết được chúng ta đang ở đâu trong chu kỳ có thể giúp ưu thế nghiêng về phía chúng ta. Nói ngắn gọn, sự vận động trong chu kỳ sẽ định vị lại phân phối xác suất – điều ảnh hưởng đến các sự kiện trong tương lai. Có lẽ tôi nên minh họa bằng ví dụ liên quan đến lợi tức trong đầu tư:

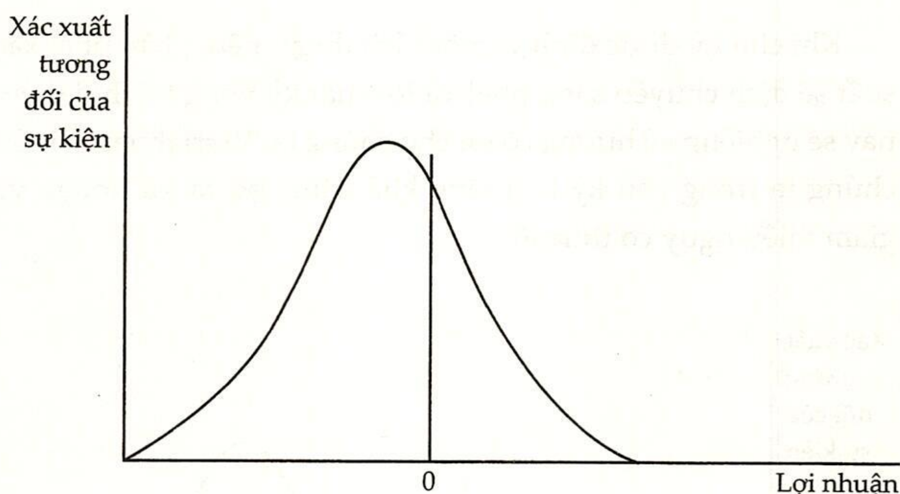
Khi vị trí của chúng ta trong các chu kỳ khác nhau là ở lưng chừng giữa, thì lợi suất kỳ vọng sẽ "bình thường":



Khi chu kỳ được định vị một cách thuận tiện, phân phối xác suất sẽ dịch chuyển sang phải và lợi suất kỳ vọng tại thời điểm này sẽ nghiêng về hướng có lợi cho chúng ta. Vị trí thuận lợi của chúng ta trong chu kỳ làm tăng khả năng tạo ra lợi nhuận và giảm thiểu nguy cơ thua lỗ.



Nhưng khi chu kỳ rơi vào thái cực nguy hiểm, chúng ta không còn duy trì được lợi thế nghiêng về mình nữa, tức những gì có thể xảy ra không được tốt đẹp như bình thường. Ta chỉ có ít cơ hội tạo ra lợi nhuận và tăng nguy cơ thua lỗ.



Điều tương tự cũng đúng khi vị thế của chúng ta thay đổi trong một chu kỳ duy nhất. Ví dụ, bất kể có điều gì đang xảy ra đối với nền kinh tế và lợi nhuận của công ty (theo các học giả thì nó gọi là *ceteris paribus,* tức "các yếu tố khác tương đương"), thì lợi suất kỳ vọng sẽ trở nên tốt hơn nếu các nhà đầu tư thất vọng và sợ hãi (do vậy làm cho giá chứng khoán giảm), và lợi suất kỳ vọng sẽ xấu đi khi nhà đầu tư cảm thấy hào hứng và tham lam (và đẩy giá lên cao).

Ưu thế thay đổi khi vị thế của chúng ta trong chu kỳ thay đổi. Nếu không thay đổi quan điểm đầu tư theo những sự thay đổi đó thì chúng ta sẽ rơi vào cảnh bị động trong chu kỳ. Nói một cách khác, khi đó chúng ta đã bỏ qua cơ hội giành lấy lợi thế về mình. Nếu sử dụng một số hiểu biết về chu kỳ, chúng ta có thể tăng tiền cược và rót chúng vào các khoản đầu tư quyết liệt hơn - khi tỷ lệ cá cược đang có lợi cho chúng ta, hoặc ta có thể rút tiền ra khỏi cuộc chơi và tăng khả năng phòng thủ khi tỷ lệ cược đang ở thế bất lợi.

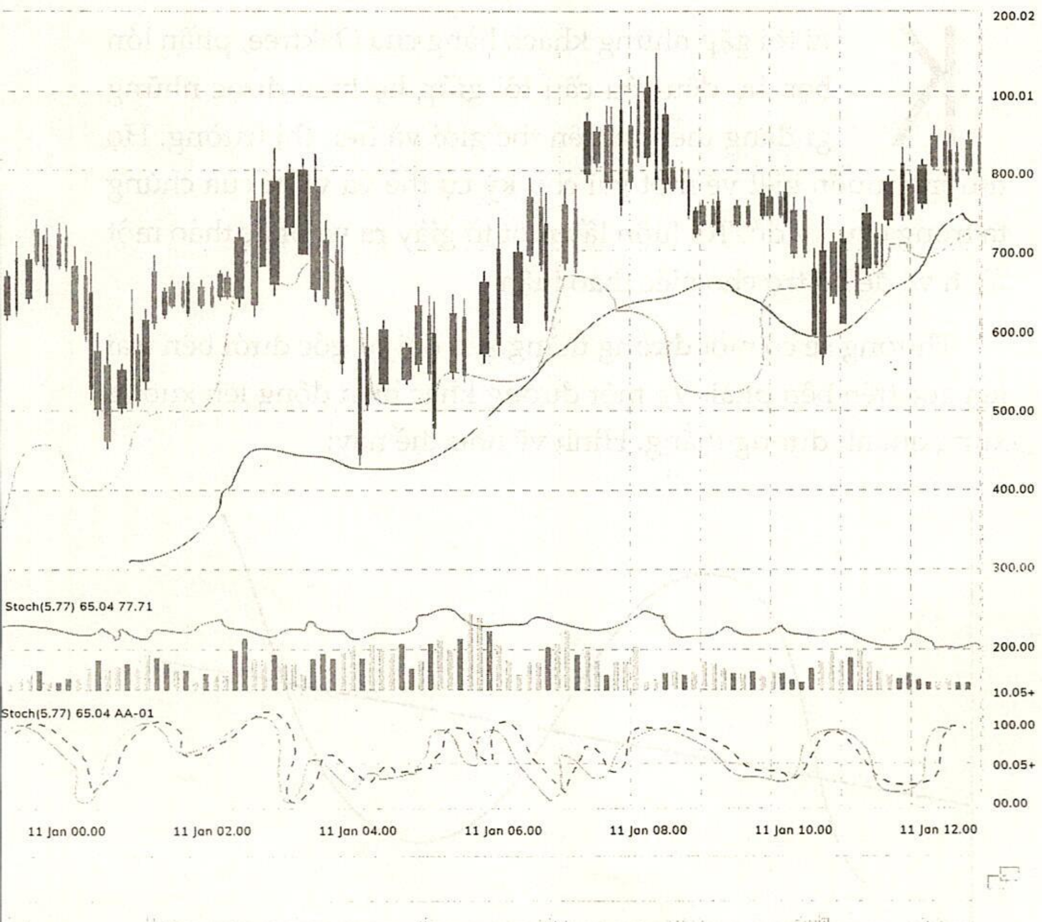
Những nhà nghiên cứu về chu kỳ không biết được thực tế điều gì sẽ xảy ra tiếp theo – nó cũng tương tự như một người dẫu có biết về tỷ lệ màu bóng trong bình thì cũng không chắc được quả bóng màu gì sẽ xuất hiện. Nhưng cả hai đều nắm được lợi thế hiểu biết về những điều có khả năng xảy ra. Những kiến thức về chu kỳ và sự nhận thức về vị trí của chúng ta tại một thời điểm có thể làm tăng thêm những lợi thế, qua đó giúp các nhà đầu tư đạt được những kết quả vượt trội. Những người chọn bóng biết rõ tỷ lệ 70:30 sẽ có một lợi thế, và nhà đầu tư hiểu biết hơn những người khác về vị thế của chúng ta trong chu kỳ cũng như vậy. Mục đích của cuốn sách này là giúp bạn trở thành con người hiểu biết đó.

Với tinh thần như trên, tôi sẽ mô tả một số quy trình mang tính chu kỳ mà tôi đã quan sát được trong thực tế. Sự dao động dường như rất cực đoan và thực tế là chúng như vậy, bởi vì chúng đã được chọn ra từ trải nghiệm kéo dài suốt một nửa thế kỷ nhằm chứng minh tính hợp lý. Và bạn có thể sẽ bị ấn tượng rằng các vấn đề đang thảo luận đã được đúc kết trong thời gian ngắn, trong khi thực tế, chúng phải mất nhiều tháng và nhiều năm để phát triển. Nhưng những ví dụ trong sách là có thật, và tôi hy vọng chúng sẽ làm rõ ràng thông điệp mà tôi muốn gửi gắm.

00:01

2

BẢN CHẤT CỦA CHU KỲ



1.27 65 4

1.27 65 7

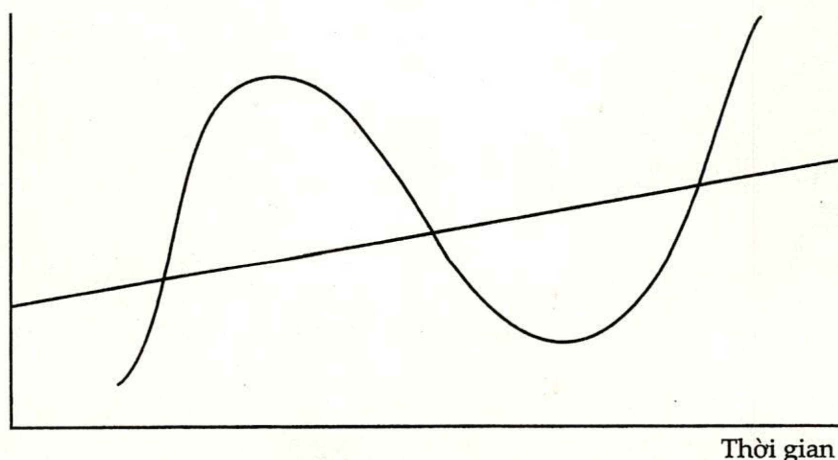
Sell

Buy

Hầu hết mọi người nghĩ chu kỳ là một chuỗi các sự kiện. Và phần lớn mọi người hiểu rằng những sự kiện này cứ đều đặn nối tiếp nhau theo một trình tự thông thường: Sau dao động đi lên là dao động đi xuống, và cuối cùng sau đó là một dao động đi lên mới. Nhưng để có được một cái nhìn toàn diện về chu kỳ, chỉ như vậy là chưa đủ. Các sự kiện trong vòng đời của chu kỳ không đơn thuần là sự kiện nối tiếp sự kiện, mà quan trọng hơn hẳn thế, sự kiện này là *nguyên nhân* gây ra sự kiện tiếp theo.

Khi tôi gặp những khách hàng của Oaktree, phần lớn bọn họ đều yêu cầu tôi giúp họ hiểu được những gì đang diễn ra trên thế giới và trên thị trường. Họ thường muốn biết về một vài chu kỳ cụ thể và vị trí của chúng ta trong chu kỳ đó. Tôi luôn lấy một tờ giấy ra và phác thảo một hình vẽ để hỗ trợ cho việc thảo luận.

Thường sẽ có một đường thẳng kéo dài từ góc dưới bên trái lên góc trên bên phải. Và một đường khác biến động lên xuống xung quanh đường thẳng. Hình vẽ như thế này:



Khi tôi bắt đầu viết cuốn sách trên tay bạn, tôi đã xem lại một lượt chiếc túi Oaktree của mình và phát hiện ra một lượng lớn các hình vẽ như trên. Tôi đã vẽ chúng trong quá trình mô tả một vài hiện tượng khác nhau, và chúng cũng được ghi chú theo những cách khác nhau. Nhưng mỗi một hình vẽ sẽ liên quan đến một chu kỳ đáng thảo luận. Các chương trong cuốn sách này nhìn chung sẽ tập trung viết về các hiện tượng có tính chu kỳ.

Trước khi bắt đầu thảo luận về chu kỳ, tôi muốn nhắc lại một vài thứ mà tôi đã đề cập trong *The Most Important Thing*. Tôi phải thú nhận rằng tôi đã luân phiên thảo luận về sự dao động lên xuống của chu kỳ với sự dao động từ bên này qua bên khác của quả lắc. Tôi gắn nhãn *chu kỳ* cho một vài hiện tượng và gắn nhãn *dao động quả lắc* cho một vài hiện tượng khác (thường là các vấn đề liên quan đến tâm lý). Đôi khi đối với một hiện tượng cụ thể, lúc thì tôi gọi nó là chu kỳ, lúc tôi lại gọi nó là quả lắc. Nhưng khi phải giải thích, tôi rất khó phân biệt được chúng, hoặc khó mà đưa ra lý do tại sao lại gọi nó theo kiểu này mà không theo kiểu kia.

Tôi thường có xu hướng nghĩ mọi thứ một cách trực quan, vì vậy có lẽ tôi có thể sử dụng một hình ảnh để mô tả sự tương quan giữa chu kỳ và quả lắc. Như tôi sẽ mô tả chi tiết ở sau, chu kỳ sẽ dao động xung quanh một điểm giữa (hoặc một xu thế có tính trường kỳ). Tương tự, quả lắc cũng được treo ở một điểm giữa (hoặc điểm quy chuẩn) và dao động qua lại tại điểm đó. Nhưng nếu bạn giữ lấy điểm treo của quả lắc, xoay nó sang bên và kéo từ trái sang phải khi con lắc dao động, bạn sẽ có gì? Một chu kỳ.

Thực sự không có sự khác biệt cơ bản nào. Tôi thừa nhận rằng dao động quả lắc là một hiện tượng đặc biệt hơn một chút của chu kỳ, hoặc có lẽ nó chỉ là một cách khác để nhắc tới một vài chu kỳ nhất định. Những lý do để lúc tôi gọi hiện tượng này là chu kỳ, lúc lại gọi hiện tượng kia là quả lắc thực ra rất rõ ràng với tôi. Tôi hy vọng rồi bạn cũng sẽ thấy chúng rõ ràng. Hoặc ít nhất, tôi hy vọng việc tôi sử dụng hai cách viết này sẽ không ảnh hưởng tới những gì bạn thu được từ cuốn sách.

Điểm mấu chốt là trong thế giới của các nhà đầu tư, chu kỳ lên và xuống, trong khi quả lắc thì dao động nhịp nhàng trước sau. Dao động của chu kỳ và quả lắc có nhiều hình thức và liên quan đến rất nhiều các hiện tượng khác nhau, nhưng lý do cơ bản của chúng - cũng như những kiểu mẫu mà chúng tạo ra - lại có nhiều điểm chung, và chúng có xu hướng khá nhất quán trong thời gian dài. Hoặc như theo câu nói được cho là của Mark Twain (dù không có bằng chứng nào cho thấy ông thực sự nói), thì: "Lịch sử không tự lặp lại chính nó, nhưng nó đúng là có lặp lại."

Cho dù Twain có là người phát biểu hay không thì câu nói trên cũng đã tóm tắt phần lớn nội dung mà cuốn sách này đề cập tới. Chu kỳ rất đa dạng về mặt nguyên do và chi tiết, thời điểm và độ dài, nhưng sự lên và xuống (và những lý do tạo ra chúng) sẽ xảy ra không bao giờ dứt, tạo ra những thay đổi trong môi trường đầu tư – do vậy cũng kéo theo sự thay đổi trong hành vi đầu tư.

Đường trung tâm trong hình vẽ của tôi có chứa một điểm giữa mà chu kỳ dao động xung quanh nó. Đôi khi, nó có một khuynh hướng cơ bản hoặc một xu thế trường kỳ ("trường kỳ"

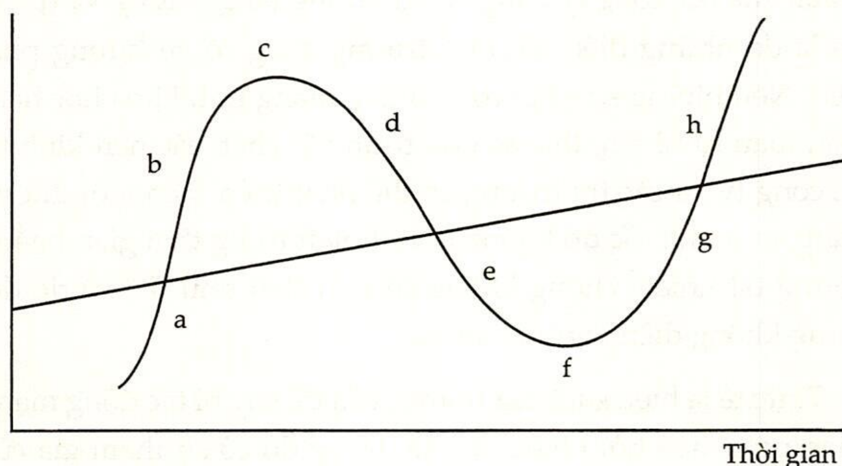
được định nghĩa là "liên quan đến một khoảng thời gian không giới hạn kéo dài"), và nó thường có xu hướng đi lên. Vì vậy, qua thời gian và trong dài hạn, nền kinh tế có xu hướng đi lên, lợi nhuận của các công ty cũng có xu hướng tăng trưởng và (phần lớn là do những điều này) thị trường cũng có xu hướng phát triển. Nếu những sự phát triển ở đây mang tính khoa học hoặc hoàn toàn tự nhiên, thì các quá trình vật chất, các nền kinh tế, các công ty và các thị trường có thể phát triển theo một đường thẳng và ở một tốc độ không đổi (ít nhất trong thời gian ngắn). Nhưng tất nhiên, chúng không có tính chất như thế và do đó, chúng không diễn ra như vậy.

Thực tế là hiệu suất của những vấn đề này bị tác động mạnh trong ngắn hạn bởi nhiều yếu tố, trong đó có sự tham gia của con người, và hành động của con người thì không hề ổn định. Hành động của con người thường xuyên thay đổi theo thời gian, bởi vì những thứ mà ta có thể tóm lại trong một từ "tâm lý". Do vậy, hành vi con người thay đổi là chuyện hiển nhiên khi môi trường thay đổi, nhưng đôi khi các hành vi cũng thay đổi vì không có sự thay đổi của môi trường.

Cuốn sách bạn đọc chủ yếu viết về sự dao động của những hiện tượng xung quanh điểm giữa hoặc xu thế trường kỳ. Sự dao động khiến cho những người không am hiểu về nó trở nên bối rối, ngạc nhiên, thậm chí tệ hơn là bị cuốn theo và tiếp thêm sức mạnh cho nó. Nhưng như tôi đã nói trước đó, sự dao động lại thường mang đến cơ hội tạo ra lợi nhuận cho những người có hiểu biết, nhận thức và tận dụng được những hiện tượng mang tính chu kỳ.



Chỉ cần nhìn vài giây vào những hình vẽ của tôi, ta sẽ thấy rõ rằng sự vận động của các hiện tượng mang tính chất chu kỳ diễn ra trong một số giai đoạn nhất định:



(a) Giai đoạn phục hồi từ điểm cực tiểu của giai đoạn suy thoái, hoặc từ điểm "thấp" hướng về điểm giữa.

(b) Giai đoạn tiếp tục đi lên để vượt qua điểm giữa, hướng về điểm cực đại hoặc điểm "cao".

(c) Giai đoạn đạt được điểm cao.

(d) Giai đoạn điều chỉnh, từ điểm cao hướng xuống điểm giữa hay điểm trung bình.

(e) Giai đoạn tiếp tục chuyển động theo xu hướng đi xuống, đi qua điểm giữa và tới điểm thấp mới.

(f) Giai đoạn rơi xuống điểm thấp.

(g) Giai đoạn một lần nữa phục hồi từ điểm thấp hướng về điểm giữa.

(h) Và sau đó, lại một lần nữa, giai đoạn ở đây có xu hướng đi lên, vượt qua điểm chính giữa, hướng về một điểm cao khác.

Một chú ý quan trọng từ những điều trên là ta không thể nói rằng chu kỳ chỉ có một "điểm bắt đầu" hoặc một "điểm kết thúc". Bất kỳ giai đoạn nào được liệt kê ở trên đều có thể là đại diện cho sự bắt đầu của một chu kỳ... hoặc sự kết thúc... hoặc bất kỳ giai đoạn nào ở giữa chu kỳ.

Những người suy nghĩ đơn giản có thể cảm thấy dễ dàng khi nói về sự khởi đầu của chu kỳ, nhưng những người suy nghĩ phức tạp hơn có thể lại thấy cực kỳ khó. Đây là những gì mà tôi đã viết về chủ đề này, bài viết có tên "Bây giờ, tất cả mọi thứ đều tồi tệ ư?" (đăng tháng 9 năm 2017)

> Henry Kissinger từng là một trong những thành viên của ban điều hành TCW khi tôi còn làm việc ở đó. Một ít lần trong năm, tôi được vinh dự nghe ông diễn thuyết về các vấn đề thế giới. Một ai đó có thể hỏi, "Henry, ông có thể giải thích về những sự kiện ngày hôm qua ở Bosnia được không?" và ông ấy trả lời, "À, vào năm 1722...". Điều quan trọng ở đây là các sự kiện có tính phản ứng dây chuyền chỉ có thể được hiểu khi xét trong bối cảnh của những điều đã xảy ra trước đó.

Nếu một ai đó đặt câu hỏi "Làm thế nào chúng ta lại tới được đây?" hoặc "Những nguyên nhân nào khiến chúng ta đạt đến điểm cao (hoặc điểm thấp)?", thì lời giải thích luôn phải dựa trên những sự kiện đã xảy ra trước đó. Nhưng dù vậy, không chắc ta có thể dễ dàng biết mình phải lần ngược tới tận đâu để tìm ra điểm xuất phát cho câu chuyện.

Mọi người thường hỏi tôi: "Nguyên nhân nào khiến chu kỳ bắt đầu?" hoặc "Liệu có phải chúng ta đang ở gần điểm kết thúc của chu kỳ?" Tôi coi đây là những câu hỏi không hợp lý, bởi chu kỳ không bắt đầu và cũng không kết thúc. Những câu hỏi tốt hơn phải là: "Nguyên nhân nào đã bắt đầu cho xu hướng đi lên

hiện tại?", "Chúng ta đã đi được bao xa kể từ khi chu kỳ tăng bắt đầu?" hoặc "Liệu chúng ta có đang ở gần giai đoạn kết thúc của xu hướng giảm?" Bạn thậm chí có thể hỏi liệu chúng ta có đang ở gần điểm kết thúc của chu kỳ hay không, miễn là bạn xác định khoảng thời gian ở đây là từ đỉnh này sang đỉnh khác hoặc từ đáy này sang đáy khác. Nhưng trong trường hợp không xác định rõ ràng, thì các chu kỳ không có điểm bắt đầu được định rõ, và tôi tin rằng chúng sẽ không bao giờ kết thúc.



Như tôi đã đề cập, chu kỳ dao động xung quanh một điểm giữa. Điểm giữa của một chu kỳ nhìn chung được coi như một xu thế trường kỳ, một tiêu chuẩn, một giá trị cân bằng, một điểm trung bình hoặc "điểm cân bằng giữa hai thái cực", và nói chung là phù hợp với tinh thần "đúng đắn và hợp lý". Mặt khác, các điểm cực trong chu kỳ được xem như những điểm khác thường hoặc điểm vượt giới hạn để từ đó quay về. Dù những điều mang tính chu kỳ thường ở trên hoặc ở dưới điểm giữa hầu hết thời gian, thì nguyên tắc phổ biến vẫn là sự vận động cuối cùng sẽ hướng về điểm trung bình. Sự vận động từ điểm cực đại hoặc điểm cực tiểu hướng về điểm giữa thường được mô tả như "sự hồi quy về điểm trung bình", một xu hướng mạnh mẽ và hợp lý trong hầu hết các hiện tượng của cuộc sống. Nhưng khi nghĩ lại các giai đoạn của chu kỳ được liệt kê ở trên, ta có thể hiểu rằng các kiểu mẫu có tính chu kỳ nhìn chung sẽ bao gồm các vận động đi từ điểm giữa hướng về điểm cực tiềm năng (giai đoạn b, e và h ở đồ thị phía trên), cũng như các vận động đi từ một điểm cực hướng về điểm giữa (a, d và g).

Nhìn chung, một điểm giữa hợp lý sẽ tạo ra một lực hút, kéo tất cả mọi thứ trong chu kỳ quay trở lại, đi từ những điểm cực trở về hướng "thông thường". Nhưng sự thông thường ít khi duy trì được trong một thời gian dài, vì những tác động khiến sự dao động hướng về điểm giữa tiếp tục diễn ra, và do đó dao động sẽ đi từ một điểm cực vượt qua điểm cân bằng và tiếp tục hướng về điểm cực đối lập.

Điều quan trọng là nhận ra và thừa nhận độ tin cậy của kiểu mẫu này. Các đặc điểm luôn biến đổi - như thời điểm, độ dài, tốc độ và cường độ của các dao động, và một điều rất quan trọng nữa là những lý do dẫn đến dao động đó. Ngoài ra, theo nhận xét của Twain, thì nhiều khả năng lịch sử không lặp lại. Nhưng các động lực cơ bản thường luôn giống nhau. Cụ thể, điều đó có nghĩa là sự dao động qua điểm cao hoặc thấp hầu như không bao giờ dừng lại ở điểm cân bằng... bất kể điểm cân bằng có "đúng đắn" hay "hợp lý" như thế nào. Việc chuyển động vượt qua điểm giữa và tiếp tục hướng về điểm cực đối lập là hoàn toàn có thể xảy ra. Ví dụ, thị trường hiếm khi đi từ "giá quá thấp" lên đến "giá hợp lý" và dừng lại ở đó. Thông thường, tinh thần lạc quan khi nhận thấy sự tiến triển và xu hướng tăng lên khiến cho thị trường phục hồi từ tình hình trì trệ sẽ được duy trì, khiến đà tăng tiếp tục vượt qua mức "giá hợp lý" và lên tới mức "giá quá cao". Nó không phải xảy ra nhưng lại thường xuyên xảy ra.



Càng rời xa điểm giữa, chu kỳ càng có nhiều nguy cơ gây hỗn loạn – ví dụ như khi tiến tới điểm khác thường hoặc điểm

vượt giới hạn. Dao động càng hướng gần tới một điểm cực, thì sự dao động ngược trở lại càng trở nên mãnh liệt và có thể gây ra nhiều thiệt hại, bởi vì những hành động được thúc đẩy bởi sự vận hành của chu kỳ tại điểm cực sẽ không phù hợp khi ta quay trở lại những vị trí khác trong chu kỳ.

Nói cách khác, nguy cơ hỗn loạn sẽ tăng lên khi sự vận động tiến xa điểm cân bằng, bởi nền kinh tế và các công ty khi đó hoạt động "quá tốt" và giá cổ phiếu tăng "quá cao". Sự tăng trưởng chỉ dẫn tới những điều chỉnh đơn thuần, và theo sau thị trường giá lên là thị trường giá giảm. Nhưng tình trạng bùng nổ và bong bóng lại kéo theo những tàn phá, đổ vỡ và hoảng loạn.



Điểm giữa – nơi chu kỳ vận động xung quanh là gì? Như tôi đã nói, nó thường là một điểm tuân theo xu thế trường kỳ. Ví dụ, tổng sản lượng quốc nội của một nền kinh tế có thể biểu hiện tốc độ tăng trưởng trường kỳ hằng năm, giả sử là duy trì ở mức 2% trong một vài thập kỳ. Nhưng sự tăng trưởng sẽ nhanh hơn trong một vài năm và chậm đi – thậm chí là tăng trưởng âm trong một số năm khác. Hiệu suất của từng năm đơn lẻ thường là một phần của chu kỳ xoay quanh xu thế trường kỳ căn bản.

Quan trọng là tốc độ tăng trưởng trường kỳ cũng có thể là một phần của chu kỳ, nhưng nó có tính dài hạn hơn, chậm rãi hơn. Bạn phải lùi lại một bước để nhận thấy điều đó. Ví dụ, những xã hội có xu hướng phát triển và suy thoái theo dài hạn – như Đế chế La Mã chẳng hạn. Về ngắn hạn, chúng ta nói về những điều thăng trầm xung quanh xu hướng dài hạn (đọc chương IV).

Điều tương tự cũng có thể đúng với các ngành công nghiệp. Nhưng bởi vì chu kỳ dài hạn xảy ra qua nhiều thập kỷ và thế kỷ, chứ không phải qua hàng quý và hàng năm – nên người quan sát có thể chẳng có thời gian để tìm hiểu chúng. Các chu kỳ này rất khó có thể nhận ra trong thời gian thực và khó trở thành một yếu tố trong quá trình ra quyết định.

Dưới đây là những gì tôi viết về chủ đề này trong bài *Một cái nhìn dài hạn* (đăng tháng 1 năm 2009):

> Có một câu chuyện cổ, kể về nhóm người mù đang đi bộ trên các con đường nước Ấn thì gặp một chú voi. Mỗi người chạm vào một bộ phận khác nhau của con voi – vòi, chân, đuôi và tai – rồi họ mô tả về con vật mà chỉ dựa vào phần nhỏ mà mình đã chạm vào. Chúng ta chính là những người mù. Dù chúng ta có hiểu rõ về những sự kiện mà mình chứng kiến, ta vẫn không dễ dàng có một cái nhìn tổng thể khi ghép các sự kiện lại với nhau. Trước khi chúng ta được nhìn thấy toàn thể vấn đề, thì hiểu biết của chúng ta bị giới hạn bởi phần hạn chế mà ta trải nghiệm...
>
> ... Một vài bài học quan trọng nhất ở đây là ta cần phải (a) nghiên cứu và ghi nhớ các sự kiện trong quá khứ và (b) nắm bắt được bản chất chu kỳ của các hiện tượng. Khi chỉ nhìn gần, anh chàng mù có thể nhầm chân voi với một cái cây – và một nhà đầu tư thiển cận có thể nghĩ rằng một xu hướng tăng (hoặc giảm) sẽ mãi mãi xảy ra, không kết thúc. Nhưng nếu chúng ta lùi lại và quan sát suốt lịch sử kéo dài, thì ta có thể ghi nhớ rằng chu kỳ dài hạn cũng sẽ được lặp lại, và ta biết được mình đang đứng ở đâu trong chu kỳ.



Đây là thời điểm thích hợp để tôi đưa ra những đặc điểm quan trọng nhất về bản chất của chu kỳ. Hầu hết mọi người nghĩ chu kỳ dưới dạng các giai đoạn được liệt kê ở trên và cho rằng chu kỳ là một chuỗi các sự kiện. Và phần lớn mọi người hiểu rằng những sự kiện này cứ đều đặn nối tiếp nhau theo một trình tự thông thường: Sau dao động đi lên là dao động đi xuống, và cuối cùng sau đó là một dao động đi lên mới.

Nhưng để có được một cái nhìn toàn diện về chu kỳ, chỉ như vậy là chưa đủ. Các sự kiện trong vòng đời của chu kỳ không đơn thuần là sự kiện nối tiếp sự kiện, mà quan trọng hơn hẳn thế, sự kiện này là *nguyên nhân* gây ra sự kiện tiếp theo. Ví dụ:

- Bởi vì các hiện tượng luôn dao động hướng về một điểm cực, sự vận động này sẽ tạo ra năng lượng được tích trữ. Cuối cùng, dao động "nặng" thêm khiến nó khó rời xa khỏi điểm giữa, và dao động đạt đến mức tối đa khi nó không thể tiếp tục di chuyển được nữa.
- Cuối cùng, hiện tượng dừng di chuyển theo hướng đó. Và khi ngừng di chuyển, "trọng lực" sẽ kéo dao động trở lại phía trung tâm, tức là điểm cân bằng, với năng lượng mà nó đã tích trữ để có thể quay trở lại.
- Và khi hiện tượng được đưa ra di chuyển từ một điểm cực quay trở về điểm cân bằng, thì sự dao động sẽ truyền động lượng tới nó, khiến nó vượt qua điểm cân bằng và tiếp tục di chuyển về điểm cực đối lập.

Theo cách này, một chu kỳ trong nền kinh tế hay trong thế giới đầu tư sẽ bao gồm một chuỗi các sự kiện mà hiện tượng sau được sinh ra bởi hiện tượng trước. Quá trình được mô tả

qua ba đầu dòng phía trên có vẻ giống một quy trình vật chất, khi những lực như trọng lực và động lực chi phối chuyển động. Nhưng như tôi đã đề cập ở trên và như chúng ta sẽ đọc thấy sau đây, những sự sai lệch quan trọng nhất đối với xu hướng chung – cũng như sự đa dạng về thời điểm, tốc độ và độ dài – phần lớn được tạo ra bởi những biến động trong tâm lý của nhà đầu tư.

Nếu bạn coi tâm lý của con người, chứ không phải những yếu tố vật chất, là nguồn năng lượng hay động lượng chính, thì ba điểm trên đã giải thích rõ xu hướng và sự dao động mà các nhà đầu tư phải đối mặt. Một số nội dung quan trọng nhất ở những chương sau sẽ mô tả cách các sự kiện trong mỗi loại chu kỳ tạo ra các sự kiện liền sau nó.

Vì coi chu kỳ là sự tiến triển của các sự kiện mang tính nguyên nhân - kết quả, cuốn sách này chứa đựng từng bước của các tiến trình đã diễn ra trong quá khứ. Mục tiêu của mỗi tiến trình là giải thích điều gì gây ra các sự kiện trong tiến trình đó, ý nghĩa của tiến trình và cách nó đóng góp cho các sự kiện xảy ra tiếp theo. Việc kể lại các tiến trình có thể khiến bạn cảm thấy bị trùng lặp, và một số những điều được kể thực sự sẽ được nhắc tới nhiều hơn một lần (mặc dù chúng được đưa ra khi nói về một khía cạnh khác). Nhưng hy vọng rằng những ví dụ thực tế sẽ giúp độc giả hiểu được chu kỳ và cách xác định chúng.



Việc lưu ý về mối quan hệ nhân quả này là cực kỳ quan trọng: Đó là những chu kỳ tôi đang nói tới bao gồm một chuỗi các sự kiện gây ra các sự kiện nối tiếp theo sau. Nhưng còn một điều quan trọng không kém cần chú ý nữa, đó là dù các chu kỳ

diễn ra rất đa dạng trong nhiều lĩnh vực vì một chuỗi các sự kiện, những sự phát triển mang tính chu kỳ trong một lĩnh vực nào đó cũng ảnh hưởng đến chu kỳ trong các lĩnh vực khác. Do vậy, chu kỳ kinh tế sẽ tác động đến chu kỳ lợi nhuận. Các thông báo từ các công ty, điều được xác định bởi chu kỳ lợi nhuận, lại ảnh hưởng đến hành vi của các nhà đầu tư. Hành vi của các nhà đầu tư lại tác động đến thị trường. Và sự phát triển của thị trường ảnh hưởng đến chu kỳ tín dụng… - điều này tiếp tục tác động đến nền kinh tế, các công ty và thị trường.

Các sự kiện có tính chu kỳ đều bị tác động bởi các yếu tố phát triển bên trong (bao gồm các sự kiện chu kỳ diễn ra trước đó) lẫn các yếu tố phát triển bên ngoài (các sự kiện xảy ra trong những lĩnh vực khác). Rất nhiều thứ thuộc về yếu tố phát triển bên ngoài – nhưng chưa phải tất cả – là những phần thuộc về các chu kỳ khác. Để hiểu những tương tác mang tính nhân quả này là việc không hề dễ, nhưng nó là chìa khóa để ta hiểu và đương đầu với môi trường đầu tư.

Cần phải nhận thức được rằng dù tôi sẽ mô tả các chu kỳ một cách riêng rẽ, thì thực tế không hề như vậy. Tôi sẽ đưa ra một câu chuyện đơn giản để mô tả riêng biệt cách vận hành của từng loại chu kỳ. Tôi cũng sẽ tạo ra ấn tượng rằng mỗi một chu kỳ lại có một vòng đời hoàn toàn độc lập, và trong một kiểu chu kỳ, khi sự dao động diễn ra theo một hướng nhất định, nó sẽ kết thúc trước khi bắt đầu một dao động mới tương ứng hoặc mang tính hệ quả trong một kiểu chu kỳ khác - như thể chúng vận hành nối tiếp nhau và độc lập với nhau. Nói cách khác, tôi sẽ cố gắng thảo luận về từng loại chu kỳ một cách riêng biệt...; mặc dù trên thực tế, chúng không vận hành riêng biệt.

Mô tả của tôi có thể ngụ ý rằng các chu kỳ khác nhau đều hoàn toàn độc lập và khép kín. Dường như có điều gì đó xảy ra trong chu kỳ A sẽ tác động đến chu kỳ B, rồi tác động đến chu kỳ C, và có thể lại quay ngược về để ảnh hưởng đến chu kỳ A. Điều này có thể dẫn tới suy luận rằng chu kỳ A sẽ chẳng biến chuyển gì sau khi nó tác động đến chu kỳ B, và vẫn giữ nguyên trạng khi chu kỳ B đang gây tác động lên chu kỳ C. Nhưng nó không phải như vậy.

Mối tương quan giữa các chu kỳ khác nhau không hề "gọn gàng" giống như mô tả của tôi. Các chu kỳ khác nhau sẽ tự vận hành, nhưng chúng cũng liên tục tác động qua lại lẫn nhau. Tôi cố gắng lược bỏ những mối dây liên hệ này và coi chúng là những hiện tượng riêng biệt, và đó cũng là cách mà cuốn sách này được triển khai. Nhưng các chu kỳ độc lập và "ngăn nắp" mà tôi mô tả chỉ là một khái niệm được đưa ra để phân tích. Trong thực tế, chúng là một mớ các hiện tượng hỗn độn chồng chéo không thể tách rời tuyệt đối. A tác động lên B (và C), và B tác động lên A (và C), rồi tất cả chúng cùng tác động lên D và ngược lại – D tác động lên cả A, B và C. Tất cả chúng đều vướng vào nhau, nhưng chúng ta phải nghĩ về nó một cách tách biệt nếu ta muốn hiểu về chu kỳ và những tác động của nó.



Cuối cùng, có lẽ dưới tiêu đề "Sự hỗn hợp", tôi muốn đưa ra một vài điểm nữa về bản chất của các chu kỳ, điều rất cần thiết để ta có hiểu biết thấu đáo (tôi bắt đầu với một vài quan sát từ bài viết của mình đăng vào tháng 11 năm 2001, "Bạn không thể dự đoán. Bạn có thể chuẩn bị"):

- *Các chu kỳ chắc chắn sẽ xảy ra.* Thỉnh thoảng, một sự đi lên hoặc giảm xuống xảy ra trong thời gian dài và/hoặc đi đến điểm cực, thế là mọi người bắt đầu nói "lần này mọi thứ sẽ khác". Họ nêu lên những thay đổi theo địa chính trị, thể chế, công nghệ hoặc hành vi - những điều này khiến các "quy tắc cũ" trở nên lỗi thời. Họ đưa ra các quyết định đầu tư dựa trên suy luận về xu thế gần đây. Nhưng thường thì sau đó, hóa ra các quy tắc cũ vẫn được áp dụng và chu kỳ tiếp tục hoạt động trở lại. Cuối cùng, cây vẫn không thể vươn tới bầu trời và chỉ ít điều trở về con số không. Thay vì vậy, hầu hết các hiện tượng thực ra vẫn có tính chu kỳ.

- *Những tác động của chu kỳ* được tăng cường bởi các nhà đầu tư không có năng lực *ghi nhớ các sự kiện trong quá khứ*. Như John Kenneth Galbraith đã nói, "sự ngắn ngủi của bộ nhớ tài chính" khiến những người tham gia thị trường không nhận ra bản chất chu kỳ của các kiểu mẫu, cũng như tính không thể tránh khỏi của các kiểu mẫu đó:

  Khi những tình huống tương tự hoặc gần giống xảy ra một lần nữa, đôi khi chỉ trong một ít năm, chúng sẽ được tung hô bởi một thế hệ mới, thường là thế hệ trẻ trung và luôn tự tin tột bậc. Thế hệ này coi đây như một khám phá có tính cách tân tuyệt vời trong thế giới tài chính, và rộng hơn là trong thế giới kinh tế. Chỉ một ít lĩnh vực có sự nỗ lực của con người mà tính lịch sử lại không được đề cao, trong đó có thế giới tài chính. Kinh nghiệm trong quá khứ, nếu nó được coi là một phần ký

ức, bị coi là nơi ẩn náu cổ lỗ của những người không đủ sâu sắc để trân trọng những điều kỳ diệu tuyệt đỉnh trong thời hiện tại.

(*A Short History of Financial Euphoria* [tạm dịch: Một trang sử ngắn về sự hưng phấn tài chính], xuất bản năm 1990).

- *Chu kỳ có thể tự điều chỉnh,* và sự thay đổi hoàn toàn của chúng không nhất thiết phụ thuộc vào các yếu tố ngoại sinh. Lý do chúng có thể đảo ngược (thay vì tiếp tục mãi giữ nguyên hiện trạng) là bởi những xu thế tạo ra những nguyên nhân để chúng tự thay đổi. Do vậy, tôi muốn nói rằng thành công mang trong mình hạt giống của thất bại, và thất bại là hạt giống của thành công.
- Nhìn qua lăng kính nhận thức con người, *các chu kỳ thường không được đánh giá cân xứng như trong thực tế.* Sự biến động tiêu cực về giá thường bị gọi là "không ổn định" trong khi sự biến động tích cực về giá lại được gọi là "lợi nhuận". Sự sụp đổ của thị trường bị gọi là "bán tháo hoảng loạn", trong khi xu hướng tăng lại nhận được những miêu tả tốt lành hơn (nhưng tôi nghĩ rằng hiện tượng này có thể được miêu tả tốt nhất bằng cụm "mua vào hoảng loạn", hãy nhìn lại việc mua cổ phiếu công nghệ vào năm 1999 để làm ví dụ). Các nhà bình luận nói về "sự thỏa hiệp của các nhà đầu tư" ở đáy chu kỳ thị trường, trong khi tôi cũng nhận thấy sự thỏa hiệp ở đỉnh chu kỳ, khi những nhà đầu tư vốn thận trọng đã giơ cờ trắng và quyết định mua vào.

Mặc dù những điều này có thể bị đánh giá thấp hoặc bị bỏ qua, nhưng theo kinh nghiệm của tôi, các chu kỳ tài chính phần lớn là cân xứng. Mỗi một sự chuyển động trong chu kỳ đều có

một "chuyển động đối xứng", có nghĩa là mọi dao động đi lên luôn được theo sau, hoặc nói theo cách hay hơn - dẫn đến một dao động đi xuống và ngược lại.

"Bùng nổ/Phá sản" là một hiện tượng được nhắc đến rộng rãi và thường được mọi người thấu hiểu. Nó chính là một ví dụ điển hình cho sự cân xứng của chu kỳ. Phần lớn mọi người hiểu rằng sự phá sản liền sau sự bùng nổ. Một lượng người ít hơn nắm được được thực tế rằng, bùng nổ là nguyên nhân gây ra phá sản. Từ đây, ta có thể hiểu rằng: (a) bùng nổ thường sẽ không dẫn đến những sự điều chỉnh vừa phải, từ từ và không gây đau đớn; và (b) mặt khác, chúng ta khó có thể bị phá sản nếu chúng ta không trải qua sự bùng nổ.

Tuy nhiên, cần lưu ý rằng tính cân xứng này chỉ áp dụng chắc chắn đối với hướng chuyển động, không nhất thiết áp dụng vào độ dài, thời điểm hoặc tốc độ di chuyển của chuyển động. (Đây là điều mà Nick Train đã chỉ ra – bạn sẽ gặp anh ở chương tiếp theo). Do vậy, một chuyển động đi lên có thể được theo sau bởi một chuyển động đi xuống với cường độ lớn hơn hoặc nhỏ hơn. Xu hướng đi xuống có thể bắt đầu ngay sau khi đạt đến đỉnh, hoặc mọi thứ có thể duy trì ở mức cao trong một thời gian dài trước khi bắt đầu có sự điều chỉnh. Và, có lẽ là điều quan trọng nhất, ta có thể phải mất nhiều năm để một sự bùng nổ phát triển đến mức tối đa. Nhưng sự phá sản liền sau dường như lại giống như một chuyến tàu chở hàng siêu tốc. Như đối tác lâu năm của tôi, Sheldon Stone đã nói: "Không khí thoát ra khỏi quả bóng nhanh hơn nhiều so với khi nó được bơm vào."

Quay lại với những gì được cho là Mark Twain đã nói "Lịch sử không tự lặp lại chính nó, nhưng nó đúng là có lặp lại." Nắm

bắt ý nghĩa của câu nói này là một điều rất quan trọng để có thể hiểu được chu kỳ. Nếu Twain thực sự là người đã phát biểu, thì ông hẳn có ý rằng: Dù các chi tiết có biến đổi từ sự kiện này sang sự kiện khác trong một hạng mục nào đó của lịch sử, thì chủ đề chung và cơ chế cơ bản vẫn nhất quán.

Đặc điểm trên cũng chính xác với các chu kỳ tài chính, và hoàn toàn phù hợp với những cuộc khủng hoảng tài chính. Như bạn sẽ thấy ở phần sau, Khủng hoảng tài chính toàn cầu năm 2007-2008 xảy ra phần lớn là do có quá nhiều khoản vay thế chấp dưới chuẩn bất hợp lý được thông qua. Nó cứ lần lượt diễn ra vì sự lạc quan thái quá, thiếu đề phòng rủi ro, và vì thị trường vốn quá hào phóng – tất cả dẫn đến hành vi cho vay không an toàn xoay quanh các khoản vay thế chấp dưới chuẩn. Do đó, những người thiển cận, chỉ hiểu nghĩa đen sẽ nói rằng: "Tôi chắc chắn sẽ thận trọng trong lần tiếp theo, khi việc cho vay thế chấp vẫn cứ dễ dàng được đưa ra cho những người mua nhà không đủ tiêu chuẩn." Nhưng điều đó không cần phải lặp lại lần nữa thì những bài học từ Khủng hoảng tài chính toàn cầu mới trở nên giá trị. Đúng hơn là, những tín hiệu cảnh báo khi mỗi lần hiện tượng bùng nổ/phá sản xảy ra là những chủ đề chung mang tính tổng quát sau đây: sự lạc quan thái quá là một điều rất nguy hiểm; thận trọng với rủi ro là một yếu tố cần thiết để thị trường an toàn; và sự quá hào phóng của thị trường vốn cuối cùng sẽ dẫn đến hoạt động tài chính thiếu khôn ngoan, do vậy khiến những người tham gia gặp nguy hiểm.

Tóm lại, những chi tiết không quan trọng và có thể không liên quan. Nhưng chủ đề chung lại rất cần thiết và chúng hoàn toàn có xu hướng tái diễn. Hiểu được xu hướng đó – và có thể

phát hiện thấy sự tái diễn – là một trong những yếu tố quan trọng nhất cần có để đối phó với các chu kỳ.

Cuối cùng, tôi muốn đưa ra một khái niệm về sự điên rồ mà Albert Einstein được cho là người phát biểu, điên rồ là "lặp đi lặp lại một hành động y hệt và hy vọng nhận được một kết quả khác biệt". Khi mọi người đầu tư vào thứ gì đó sau khi chúng được đánh giá cao (bởi vì "mọi người đều biết" chúng hoàn hảo và có mức giá quá thấp), rồi nghĩ rằng khoản đầu tư này sẽ đem lại lợi nhuận cao và không hề có rủi ro thua lỗ – thì đó quả là một điều điên rồ. Những niềm tin như vậy sẽ bị xì hơi sau khi bong bóng vỡ. Nhưng có rất nhiều người không nhận thức được rằng theo sau bong bóng là đổ vỡ, hoặc họ bị mù mắt trước rủi ro bởi ham muốn làm giàu nhanh chóng. Những người này sẽ lại tiếp tục bị sập bẫy vào lần tiếp theo hiện tượng xảy ra.

Khi chứng khoán và thị trường được hưởng lợi từ những định giá phóng đại, rất có khả năng chúng sẽ không thể chịu được sự điều chỉnh của chu kỳ so với khi được định giá *vô hạn mức*. Hãy thử nói thế với những nhà đầu tư háo hức tin rằng "lần này mọi thứ sẽ khác" xem.



Chương này và phần lớn các chủ đề được đề cập đã trình bày bản chất đa dạng và thách thức của các chu kỳ. Vì thế, chu kỳ nên được hiểu theo cả hai mặt: bằng lập luận và bằng trực giác. Cũng như những khía cạnh khác của việc đầu tư, những người sở hữu trực giác kèm theo lập luận sẽ là những người tiến xa nhất. Liệu ta có thể học cách tiếp cận trực giác không? Bạn có thể, tới một mức độ nào đó. Nhưng bạn sẽ học được đầy đủ nhất

khi ngay từ đầu đã có những hiểu biết sâu sắc. Tóm lại, một số người có xu hướng "hiểu nó rồi" (bất kể "nó" là gì) và một số người thì không hiểu gì hết.

Những khóa học về kế toán, tài chính và phân tích chứng khoán sẽ trang bị cho các nhà đầu tư những kiến thức cần thiết để thành công, nhưng theo quan điểm của tôi thì những khóa học này vẫn còn rất thiếu sót. Yếu tố chính không được nhắc tới trong các khóa học này là sự thấu hiểu về các hiện tượng mang tính chu kỳ cũng như cách chúng phát triển - như cuốn sách này sẽ đề cập trong phần tới. Ta có thể tìm thấy một vài thông tin trong các lĩnh vực mới được nghiên cứu về kinh tế học hành vi và tài chính hành vi, và tôi khuyên bạn nên chú ý đến chúng. Tâm lý học là một yếu tố cần thiết để ta hiểu được các chu kỳ, điều vô cùng quan trọng đối với các nhà đầu tư.

Những bài học quan trọng nhất về chu kỳ được học thông qua kinh nghiệm, theo như ngạn ngữ: "Kinh nghiệm là những gì bạn nhận được khi bạn không có được những gì bạn muốn". Bây giờ, kiến thức của tôi đã dày dạn hơn nhiều so với 48 năm trước đây, khi tôi còn là một nhân viên phân tích chứng khoán trẻ tuổi ở First National City Bank.

Tuy nhiên, bởi vì vào mỗi thập kỷ, chúng ta thường chỉ thấy được một chu kỳ lớn, nên bất kỳ ai chỉ dựa vào kinh nghiệm tích lũy để tiến bộ thì hẳn phải rất kiên nhẫn. Tôi hy vọng những điều bạn đọc được ở đây sẽ giúp hiểu biết của bạn dày thêm và gia tăng tốc độ học hỏi của bạn.

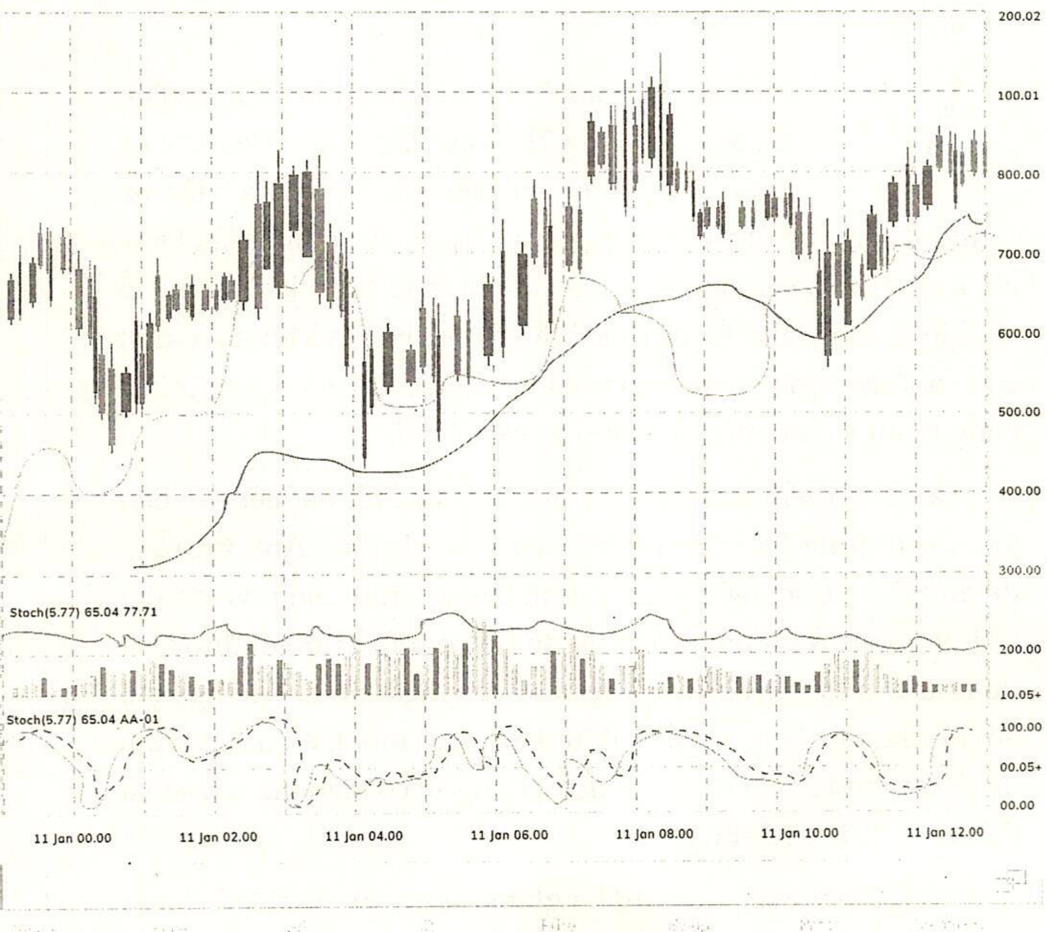
Nhà sử học Hy Lạp cổ đại, Thucydides đã tuyên bố trong *History of the Peloponnesian War* (tạm dịch: Lịch sử chiến tranh Peloponnesus) rằng ông sẽ mãn nguyện "nếu những lời của tôi

được cho là hữu ích bởi những người muốn hiểu rõ những sự kiện đã xảy ra trong quá khứ, và (vì bản tính con người) những sự kiện đó sẽ được lặp lại trong tương lai, tại một thời điểm nào đó, theo một cách gần như y hệt". Đó cũng là một cách mô tả rất hay về những gì tôi muốn nói ở đây.

00:01

3

SỰ ĐỀU ĐẶN CỦA CHU KỲ



1.27 65⁴ 1.27 65⁷

Sell Buy

Nỗ lực giải thích cuộc sống thông qua việc nhận diện các kiểu mẫu và từ đó đưa ra các công thức chiến thắng thường sẽ rất phức tạp, bởi vì chúng ta đang sống trong một thế giới bị bao vây bởi các yếu tố ngẫu nhiên và mọi người không cư xử tương tự trong các tình huống, ngay cả khi họ có dự định trước. Việc nhận ra rằng các sự kiện quá khứ bị ảnh hưởng phần lớn bởi những điều trên – và do đó những sự kiện tương lai không thể dự đoán đầy đủ được – thật không dễ chịu gì, vì nó khiến cuộc sống khó dự kiến hơn, khó đưa ra các nguyên tắc và khó được an toàn.

Vào mùa thu năm 2013, để phản hồi lại một điều tôi đã viết trong *The Most Important Thing*, Nick Train đã gửi email cho tôi. Anh làm việc tại Lindsell Train, một công ty quản lý vốn có trụ sở tại Luân Đôn. Nick đã đưa ra vấn đề về cách tôi sử dụng từ "chu kỳ" để mô tả các hiện tượng, như tôi đã thảo luận ở trên. Nick và tôi đã có một cuộc nói chuyện vui vẻ qua email về vấn đề này và chúng tôi đã cùng nhau ăn một bữa trưa thú vị và sôi nổi.

Vào thời điểm món chính được đưa lên, tôi đã hiểu rõ điều gì truyền động lực khiến Nick viết mail cho tôi. Anh tin rằng để một thứ được miêu tả là có tính chu kỳ, thời điểm và độ dài của nó phải có tính đều đặn và do đó có thể dự đoán được. Ví dụ như chu kỳ của sóng vô tuyến hoặc sóng hình sin chẳng hạn, với những đợt tăng và giảm đều đặn, cùng một kiểu mẫu có thể dự đoán được, và ở mỗi một đợt, chúng sẽ có biên độ, tần số và điểm kết thúc y hệt nhau.

Trang Dictionary.com định nghĩa chu kỳ trong vật lý là "một sự thay đổi hoàn toàn, trong đó một hiện tượng đạt được giá trị tối đa và giá trị tối thiểu, sau đó giá trị cuối cùng khi quay về

bằng với giá trị ban đầu"; định nghĩa chu kỳ trong toán học là "sự hoán vị của một tập hợp các phần tử, sao cho thứ tự ban đầu có tính tuần hoàn của các phần tử này được giữ nguyên". Nói cách khác, những chu kỳ vật lý và toán học đều tuân theo các kiểu mẫu đều đặn đến mức chúng lại quay trở về tình trạng ban đầu, và điều đó xảy ra bởi thời điểm và hướng đi của những dao động luôn giống nhau. Nick thắng một điểm.

Nhưng các nền kinh tế, các công ty và thị trường – và tất nhiên, tâm lý và hành vi của các nhà đầu tư nữa – không phải lúc nào cũng đều đặn như vậy. Tôi khẳng định trong bữa ăn của chúng tôi, và tôi nghĩ Nick cuối cùng cũng đồng ý, rằng mọi thứ có thể có tính chu kỳ mà không phải nhất quán tới mức đó. Nó hoàn toàn tùy thuộc vào cách bạn định nghĩa từ "chu kỳ".

Dưới đây là một phần những gì tôi đã viết cho Nick để tiện theo dõi:

> Những gì tôi khẳng định là, thông thường, mọi hiện tượng đều tăng và giảm. Hầu hết mọi hiện tượng trong tự nhiên đều có chu kỳ sinh/tử và tâm lý của các nhà đầu tư cũng có một chu kỳ rất rõ rệt, sự lạc quan tăng (và giá tăng) sẽ được theo sau bởi sự bi quan tăng (và giá giảm). Bạn có thể nghĩ rằng đó là một điều đơn giản và không hữu ích. Nhưng một trong những điểm chính là khi một thứ gì đó tăng, các nhà đầu tư có xu hướng nghĩ nó sẽ không bao giờ giảm (và ngược lại). Liều lĩnh chống lại những xu hướng đó có thể tạo ra rất nhiều lợi nhuận…
>
> Chỉ rất ít điều trên thế giới này – và chắc chắn không có trong thế giới đầu tư – đủ đều đặn để ta tạo ra lợi nhuận tại một thời điểm thông qua áp dụng một quy trình vận động cơ học. Nhưng điều đó không có nghĩa là bạn không thể tận dụng sự lên xuống của chu kỳ...

Tôi không nghĩ những biến động phải kết thúc tại đúng điểm mà chúng đã bắt đầu thì mới được gọi là chu kỳ. Rất nhiều chu kỳ kết thúc tại điểm cao hơn so với điểm ban đầu, đó là các chu kỳ xoay quanh xu thế tăng trưởng kỳ cơ bản. Nhưng dù vậy, chúng vẫn mang tính chu kỳ, và vẫn sẽ là ý hay nếu ta "lái" theo chu kỳ đi lên và tránh chu kỳ đi xuống, thay vì duy trì nguyên trạng.

Từ điển *Cambridge Dictionary* định nghĩa như sau về chu kỳ – để sử dụng chung trong các trường hợp phi kỹ thuật: Chu kỳ là "một nhóm các sự kiện xảy ra theo một thứ tự cụ thể, sự kiện này nối tiếp sự kiện khác, và thường được lặp lại". Tôi hài lòng với định nghĩa này, nó đã phản ánh những gì tôi nghĩ về chu kỳ và sự dao động.



Dù tôi không đồng ý với sự phản biện của Nick Train, rằng tính không đều đặn của các hiện tượng mà tôi đang thảo luận khiến chúng không đủ điều kiện để được coi là chu kỳ, thì vẫn có rất nhiều điều cần phải nghiên cứu về tính không đều đặn đó và liệu ta có thể đúc rút được gì từ thông tin này.

Điều quan trọng nhất cần ghi chú ở đây là, như tôi đã nói ở chương trước, những thứ mà tôi gọi là chu kỳ không hoàn toàn xuất phát (hoặc thậm chí không hề liên quan) từ hoạt động của những quy trình cơ học, khoa học và vật lý. Nếu vậy thì chúng đã chắc chắn và dễ dự đoán hơn nhiều – nhưng trong trường hợp đó, khả năng sinh lời sẽ ít hơn. (Bởi vì những khoản lợi nhuận lớn nhất đến từ việc ta có thể nhìn nhận mọi thứ tốt hơn người khác, và nếu chu kỳ hoàn toàn chắc chắn và có thể dự

đoán được thì việc nhìn nhận được chúng chẳng hề khiến ta trở nên vượt trội.) Đôi khi ta có một nguyên tắc cơ bản (và đôi khi không), nhưng sự biến đổi chủ yếu là do vai trò của con người trong việc hình thành chu kỳ. Sự tham gia của con người trong quá trình này khiến những xu hướng bị tác động bởi cảm xúc và tâm lý của họ ảnh hưởng đến các hiện tượng mang tính chu kỳ. Những cơ hội hay sự ngẫu nhiên cũng đóng vai trò quan trọng trong một vài chu kỳ, và hành vi của con người cũng góp phần khiến chu kỳ tồn tại. Con người là lý do chính khiến chu kỳ tồn tại, và ngoài ra, cùng với tính ngẫu nhiên, sự không nhất quán và không chắc chắn của họ cũng đã sinh ra chu kỳ.



Con người chúng ta phải sống trong thế giới thực. Như tôi đã mô tả trước đó, chúng ta tìm kiếm những kiểu mẫu và các quy tắc, những điều cho phép chúng ta có một cuộc sống dễ dàng hơn và sinh lời nhiều hơn. Có lẽ điều này bắt đầu từ những kinh nghiệm của người tiền sử về các chu kỳ thường nhật và thường niên. Đó có thể là một bài học gian truân, nhưng anh ta đã học được rằng sẽ không an toàn khi đi tới hồ nước vào thời điểm sư tử mẹ dẫn đàn con đến đó. Và có thể anh ta đã học được thông qua thử nghiệm, rằng một số loại cây trồng nhất định sẽ phát triển tốt hơn khi được gieo vào mùa xuân thay vì vào mùa thu. Các quy tắc càng tuyệt đối thì cuộc sống càng trở nên dễ dàng. Dường như điều này đã ăn sâu vào não bộ con người, ta luôn tìm kiếm các kiểu mẫu có khả năng lý giải.

Nhưng nỗ lực giải thích cuộc sống thông qua việc nhận diện các kiểu mẫu và từ đó đưa ra các công thức chiến thắng thường

sẽ rất phức tạp, bởi vì chúng ta đang sống trong một thế giới bị bao vây bởi các yếu tố ngẫu nhiên và mọi người không cư xử tương tự trong các tình huống, ngay cả khi họ có dự định trước. Việc nhận ra rằng các sự kiện quá khứ bị ảnh hưởng lớn bởi những điều trên – và do đó những sự kiện tương lai không thể dự đoán đầy đủ được – thật không dễ chịu gì, vì nó khiến cuộc sống khó dự kiến hơn, khó đưa ra các nguyên tắc và khó được an toàn. Do vậy, con người tìm kiếm những lời giải thích để các sự kiện trở nên dễ hiểu… đến nỗi ta đã làm thái quá, không còn hợp lý. Điều này đúng trong đầu tư, và cũng đúng trong các khía cạnh khác của cuộc sống.

Tôi đã tìm ra một vài tuyên bố thú vị về đề tài này trong cuốn *The Drunkard's Walk* (tạm dịch: Lối đi của người say), một cuốn sách năm 2008 nói về sự ngẫu nhiên được viết bởi Leonard Mlodinow, một giảng viên của trường Caltech. Đây là nội dung đầu tiên, trích từ phần mở đầu cuốn sách:

> Bơi ngược dòng trực giác thông thường của con người là một công việc khó khăn… Tâm trí con người được xây dựng để xác định một nguyên nhân rõ ràng cho mỗi một sự kiện, do đó có thể sẽ khó khăn khi ta phải chấp nhận tác động của các yếu tố ngẫu nhiên và chẳng hề liên quan. Vì vậy, bước đầu tiên là nhận ra thành công hay thất bại đôi khi không xuất phát từ kỹ năng tuyệt vời hay sự kém cỏi tệ hại, mà là từ "những tình huống ngẫu nhiên" - như nhà kinh tế học Armen Alchain đã viết. Những quy trình ngẫu nhiên là điều cơ bản trong tự nhiên và xảy ra khắp nơi trong cuộc sống thường nhật của chúng ta, nhưng hầu hết mọi người không hiểu chúng và cũng không nghĩ nhiều về chúng.

Trong chương sách nói về sự thành công không thể dự đoán trước và những bất thường trong ngành công nghiệp phim ảnh, Mlodinow đã mô tả quan điểm của nhà sản xuất William Goldman về vấn đề này:

> Goldman không phủ nhận rằng có rất nhiều lý do giải thích cho thành tích bán vé của một bộ phim. Nhưng anh ấy nhấn mạnh những lý do này rất phức tạp và toàn bộ quá trình từ lúc bắt đầu quay phim đến lúc công chiếu rất dễ bị tác động bởi những yếu tố không thể dự đoán và kiểm soát được, đến nỗi việc dự đoán dựa trên kinh nghiệm về tiềm năng của một bộ phim chưa làm xong cũng chẳng hề chắc chắn hơn dự đoán được đưa ra khi tung đồng xu.

Mlodinow tiếp tục thảo luận về cách các yếu tố ngẫu nhiên xảy ra đối với một cầu thủ đánh bóng trong môn bóng chày:

> Kết quả của bất kỳ một cú đánh cụ thể nào (tức cơ hội thành công) tất nhiên chủ yếu phụ thuộc vào khả năng của cầu thủ bóng chày. Nhưng nó cũng phụ thuộc vào sự tác động lẫn nhau của rất nhiều yếu tố khác nữa: sức khỏe của cầu thủ; gió; mặt trời, hoặc ánh sáng của sân vận động; chất lượng của cú ném mà anh ta phải đánh; tình hình trận đấu hiện tại; liệu anh ta có đoán đúng đường bóng được ném hay không; liệu anh ta có phối hợp tay và mắt một cách nhịp nhàng để thực hiện cú đánh của mình; liệu người phụ nữ da ngăm mà anh ấy đã gặp ở quán bar có giữ anh lại quá muộn hay liệu chiếc xúc xích phô mai cay với hành tây chiên ăn hồi sáng nay có khiến anh đau bụng. Nếu không phải vì tất cả các yếu tố không thể dự đoán trước, cầu thủ bóng chày hoặc sẽ đánh được home run ghi điểm trực tiếp trong mọi lần đánh bóng, hoặc không thể đánh được quả bóng nào cả.

Chúng ta biết rằng có rất nhiều yếu tố ảnh hưởng đến kết quả trong tất cả các lĩnh vực, và rất nhiều trong số chúng là ngẫu nhiên hoặc không thể dự đoán. Chắc chắn rất nhiều điểm phát triển trong kinh tế và đầu tư cũng như vậy. Ngay cả khi thu nhập của một người ổn định thì xu hướng tiêu dùng của một cá nhân cũng có thể bị ảnh hưởng bởi thời tiết, chiến tranh hoặc quốc gia nào giành chiến thắng World Cup (và điều đó lại xảy ra bởi cách quả bóng bật ra khỏi chân của một hậu vệ). Một công ty có thể đưa ra một báo cáo thu nhập tốt, nhưng giá cổ phiếu của nó tăng hay giảm lại là một kết quả chịu ảnh hưởng bởi cách hành động của các đối thủ cạnh tranh, liệu ngân hàng trung ương có chọn tuần đó để tăng lãi suất hay không, và liệu thông báo về thu nhập được công bố vào tuần mà thị trường hoạt động tốt hay vào tuần thị trường hoạt động xấu. Với mức độ biến đổi này, các chu kỳ mà tôi quan tâm chắc chắn không xảy ra một cách đều đặn và không thể tuân theo các quy tắc đáng tin cậy để giúp chúng ta đưa ra quyết định.

Tôi có thể đưa cho bạn một ví dụ về những trái phiếu có lợi nhuận cao, một điều tôi thấy khá bực bội. Theo kinh nghiệm của tôi, từng có một quan điểm nổi lên rằng trái phiếu có xu hướng vỡ nợ vào ngày tròn hai năm phát hành. Nếu đúng, đó là một kiến thức rất hữu ích: Để tránh vỡ nợ, tất cả việc phải làm chỉ là bán mọi trái phiếu trước khi tới tròn ngày và mua lại những trái phiếu tồn tại sau ngày đó. (Tất nhiên, quy tắc này đã bỏ qua câu hỏi rằng người bán muốn nhận lại được giá trái phiếu như thế nào khi đến gần ngày nguy hiểm – bởi vì mọi người đều biết rằng nó tiềm ẩn rủi ro – cũng như họ phải trả bao nhiêu để mua lại những trái phiếu còn tồn tại).

Có lẽ một loạt vụ vỡ nợ đã xảy ra vào cùng một thời điểm tròn hai năm phát hành nên quan điểm trên trở nên phổ biến. Nhưng sự trùng hợp ngẫu nhiên rất khác so với quan hệ nhân quả. Hiện tượng này có căn cứ hay không? Nguyên nhân gây ra nó là gì? Liệu nó có lặp lại hay không? Bạn có nên đặt cược vào nó hay không? Cụ thể, thời gian trái phiếu có lợi nhuận cao hầu như chắc chắn chỉ kéo dài trong khoảng 20 năm tại thời điểm đó, khiến tôi tự hỏi liệu kinh nghiệm và kích thước mẫu có đủ để chứng minh tính đáng tin của nhận xét hay không. Thay vì là một sự rành rọt tri thức, tôi cho rằng quy tắc hai năm này được dựa trên khao khát của con người hướng tới những quy tắc đơn giản và hữu ích, do vậy chúng có xu hướng suy luận quá mức mà không có nền tảng thực tế.

Tôi nghĩ rằng sẽ tốt hơn nếu ta nhận ra rằng trái phiếu vỡ nợ vì đó là phản ứng trước một loạt những yếu tố đa dạng tác động đến nó – giống như những yếu tố góp phần vào sự thành công hay thất bại của cầu thủ bóng chày – và hầu hết các các sự vỡ nợ đều tuyệt đối không liên quan gì tới số năm trôi qua kể từ khi trái phiếu được phát hành. Và ta đảo ngược lại nhận xét nổi tiếng của Mark Twain: Lịch sử có thể lặp lại, nhưng hiếm khi nào nó lặp lại y hệt như trước.



Tôi tin chắc thị trường sẽ tiếp tục tăng và giảm, và tôi cũng nghĩ rằng tôi biết (a) tại sao và (b) điều gì khiến cho các chuyển động này sớm xảy ra hay còn lâu mới xảy ra. Nhưng tôi chắc chắn rằng tôi sẽ không bao giờ biết khi nào chúng sẽ tăng hay giảm, và khi điều đó xảy ra thì chúng sẽ biến động tới mức nào,

tốc độ dao động của chúng ra sao, khi nào chúng sẽ quay lại điểm giữa hoặc chúng sẽ tiến tới bên đối lập bao xa. Do vậy, có rất nhiều điều không chắc chắn.

Tuy nhiên, tôi cũng phát hiện ra rằng chỉ cần biết ít điều về thời điểm của chu kỳ cũng đã mang lại cho tôi nhiều lợi thế hơn so với phần lớn các nhà đầu tư khác, những người thậm chí còn biết ít hơn nữa về chu kỳ và họ ít chú ý đến chúng, cũng như không để ý xem chúng gợi ý họ hành động như thế nào cho phù hợp. Lợi thế mà tôi đang nói đến có lẽ cũng là điều mà tất cả mọi người có thể đạt được, nhưng thế là đủ cho tôi. Đó chính là nguồn gốc của một ưu thế quan trọng mà các đồng nghiệp tại Oaktree và tôi đã được tận hưởng trong 22 năm qua. Và nó cũng là điều chiếm phần lớn những nội dung mà tôi muốn ghi lại trong cuốn sách này.

00:01



4

CHU KỲ KINH TẾ

200.02
100.01
800.00
700.00
600.00
500.00
400.00
300.00
toch(5.77) 65.04 77.71
200.00
10.05+
och(5.77) 65.04 AA-01
100.00
00.05+
00.00

11 Jan 00.00 | 11 Jan 02.00 | 11 Jan 04.00 | 11 Jan 06.00 | 11 Jan 08.00 | 11 Jan 10.00 | 11 Jan 12.00

1.27 65[4]

1.27 65[7]

Sell

Buy

Sản phẩm đầu ra của một nền kinh tế là lượng hàng hóa trên tổng số giờ sản xuất và sản lượng trung bình một giờ. Do vậy sự phát triển của một nền kinh tế trong dài hạn trước hết được xác định bởi các yếu tố cơ bản như tỷ lệ sinh và tốc độ tăng năng suất (ngoài ra còn có các yếu tố thay đổi khác trong xã hội và môi trường). Những yếu tố này thường thay đổi tương đối ít từ năm này qua năm khác, và thay đổi từ từ qua mỗi thập kỷ. Vì vậy, tốc độ tăng trưởng trung bình khá ổn định trong thời gian dài.

Với sự ổn định tương đối của mức tăng trưởng trường kỳ cơ bản, một người có thể bị thôi thúc và kỳ vọng rằng hiệu suất của nền kinh tế sẽ nhất quán qua mỗi năm. Tuy nhiên, một số yếu tố lại liên tục biến đổi và khiến sự tăng trưởng kinh tế – ngay cả khi nó vẫn tuân theo xu thế cơ bản là không thay đổi nhiều – cũng phải biến động thường niên.

Chu kỳ kinh tế (cũng được hiểu là "chu kỳ kinh doanh" cách đây nhiều năm) cung cấp phần lớn những nền tảng về các sự kiện mang tính chu kỳ trong thế giới kinh doanh và trên thị trường. Nền kinh tế càng tăng trưởng, các công ty càng có khả năng tăng lợi nhuận và thị trường cổ phiếu sẽ tăng. Ở đây, tôi sẽ đề cập một cách ngắn gọn các yếu tố ảnh hưởng đến chu kỳ kinh tế. Nhưng trước khi bắt đầu, tôi muốn thú nhận một điều tôi luôn nói mỗi khi thảo luận về các vấn đề kinh tế (liệu đây có phải một lời tuyên bố đầy tự hào?): Tôi không phải là nhà kinh tế học.

Tôi đã tham gia các khóa học về kinh tế khi còn là một sinh viên đại học và kể cả sau khi tốt nghiệp. Tôi nghĩ về kinh tế học và nghiên cứu nó với tư cách một nhà đầu tư chuyên nghiệp. Tôi chủ yếu coi mình như "một người kinh tế", người đưa ra hầu hết các quyết định vì những lý do hợp lẽ, dựa trên mối quan

hệ giữa giá cả và giá trị, rủi ro và lợi nhuận tiềm năng. Nhưng những tư duy của tôi về kinh tế phần lớn được dựa vào những hiểu biết và kinh nghiệm thông thường, và tôi chắc chắn rằng nhiều nhà kinh tế học sẽ không đồng ý với những quan điểm tôi viết ra trong cuốn sách này. (Tất nhiên, họ cũng không đồng ý với nhau. Sự vận động của nền kinh tế khá là không rõ ràng và thiếu sự chính xác, và đó chính là lý do khiến nó bị gọi là "ngành khoa học tăm tối".)

Thước đo chính về đầu ra của một nền kinh tế là GDP, tức tổng sản lượng quốc nội, tổng giá trị của tất cả các loại hàng hóa và dịch vụ cuối cùng được sản xuất ra trong một nền kinh tế. Nó có thể được tính thô bằng kết quả của phép nhân giữa số giờ mà người lao động làm việc với giá trị sản lượng đầu ra trong một giờ. (Trước đây nó được gọi là GNP - tổng sản phẩm quốc gia nhưng khái niệm đó giờ đã lỗi thời. Sự khác biệt giữa hai khái niệm này nằm ở cách ta luận bàn về hoạt động của các công ty nước ngoài trong quốc gia đó: GDP tính cả công ty nước ngoài trong tổng sản lượng của nền kinh tế, trong khi GNP thì không.)

Những câu hỏi chủ yếu mà phần lớn mọi người (và chắc chắn phần lớn các nhà đầu tư) quan tâm đến nền kinh tế đặt ra, là liệu chúng ta sẽ phát triển hay suy thoái trong năm nay và tỷ lệ thay đổi đó sẽ ở mức nào. Cả hai câu hỏi đều là thành phần của điều mà tôi sẽ gọi là chu kỳ kinh tế ngắn hạn.

Khi chúng ta nghĩ về mức tăng trưởng GDP của Mỹ trong một năm, chúng ta thường luôn bắt đầu với giả định rằng nó sẽ nằm trong phạm vi khoảng từ 2% đến 3%, sau đó cộng hoặc trừ đối với từng trường hợp cụ thể. Nhưng điểm xuất phát khi tính mức tăng trưởng GDP mỗi năm lúc nào cũng dương. Ví dụ,

vào đầu năm 2017, đã có rất nhiều cuộc thảo luận về tỷ lệ GDP sẽ tăng trưởng bao nhiêu. Những người lạc quan cho rằng nó sẽ đạt gần 3% và những người bi quan lại nghĩ nó có thể không đạt tới 2%. Nhưng gần như mọi người đều nghĩ rằng nó sẽ dương. Định nghĩa chính thức về sự suy thoái là hai quý liên tiếp tăng trưởng âm, và rất ít người nghĩ rằng tăng trưởng GDP sẽ giảm xuống con số âm – dù là vào năm 2017 hay ngay sau đó.

XU HƯỚNG KINH TẾ TRONG DÀI HẠN

Nhiều nhà đầu tư rất quan tâm đến sự tăng trưởng kinh tế qua mỗi năm: nó cao hay thấp, âm hay dương. Sự phát triển mà họ đang thắc mắc là những xem xét trong ngắn hạn. Chúng rất quan trọng nhưng không phải là tất cả mọi thứ. Trong dài hạn, tầm quan trọng của những điều trên mất dần và những xem xét trong dài hạn lại trở nên phù hợp hơn.

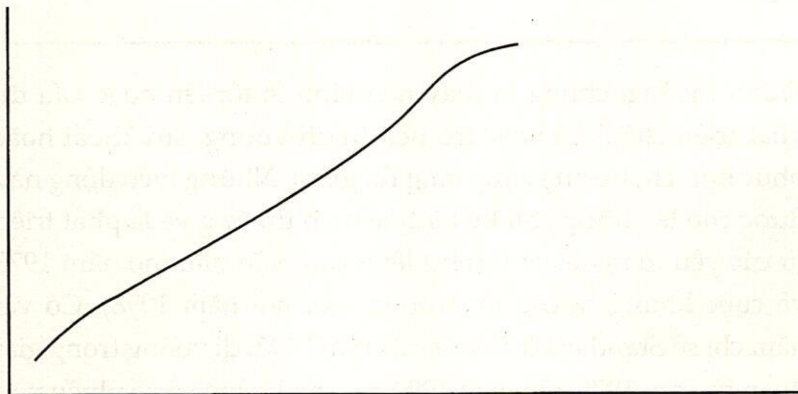
Như tôi đã đề cập trước đó, hầu hết các chu kỳ thu hút sự chú ý của các nhà đầu tư bao gồm những dao động xung quanh một xu thế trường kỳ, tức xu hướng trung tâm. Dù những dao động đó ảnh hưởng lớn đến các công ty và thị trường trong ngắn hạn, chính những thay đổi liên quan đến đồ thị xu hướng cơ bản sẽ chứng tỏ được tầm quan trọng ở mức tổng quát hơn nhiều. *Sự dao động xung quanh xu hướng* sẽ kết thúc trong dài hạn (phải thừa nhận điều đó, sau khi nó đã khiến từng năm riêng biệt trở nên thật vui vẻ hoặc thật u ám), nhưng *sự thay đổi về xu hướng cơ bản* sẽ tạo ra sự khác biệt lớn nhất lên trải nghiệm dài hạn của chúng ta.

Vào tháng 1 năm 2009, tôi đã viết bài "Tầm nhìn dài hạn" tập trung vào vấn đề này. Tôi sẽ trích dẫn khái quát nó tại đây.

Đầu tiên, tôi mô tả một số "xu thế trường kỳ hữu ích" mà thị trường chứng khoán đã "lướt" trên chúng trong các thập kỷ trước. Tôi sẽ liệt kê dưới đây, nhưng bỏ qua các mô tả đi kèm:

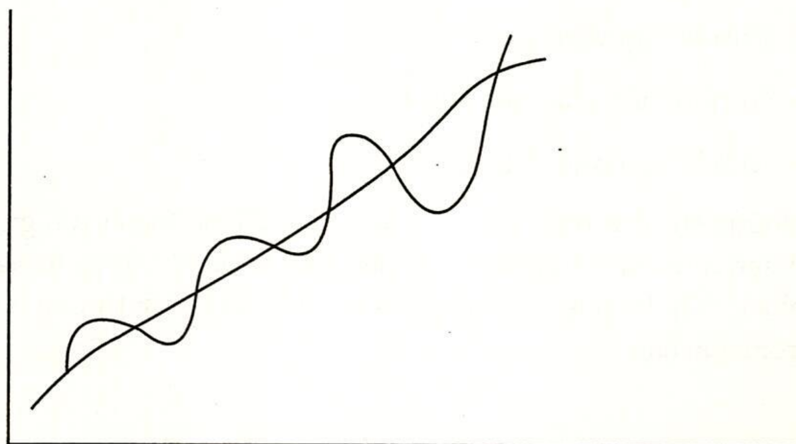
- Môi trường vĩ mô
- Sự tăng trưởng của doanh nghiệp
- Tâm lý vay vốn
- Sự phổ biến của việc đầu tư
- Tâm lý của nhà đầu tư

Những sự phát triển được liệt kê ở trên đã tạo thành cơn gió thuận chiều mạnh mẽ thúc đẩy nền kinh tế và thị trường trong nhiều thập kỷ qua, và chúng tạo ra xu hướng tăng trưởng kỳ trong dài hạn.



Tuy nhiên, mặc dù là xu hướng tăng cơ bản, đồ thị sẽ không đi lên theo một đường thẳng. Nền kinh tế và thị trường bị ngắt quãng mỗi vài năm bởi những đợt biến động có tính chu kỳ trong ngắn hạn. Những chu kỳ xoay quanh đồ thị xu hướng thường xuyên đi lên và đi xuống. Hầu hết những biến động này tương đối nhỏ và ngắn, nhưng trong những năm 1970, kinh tế rơi vào cảnh trì trệ, lạm phát lên tới mức 16%, các cổ

phiếu trung bình sụt giảm gần một nửa giá trị trong hai năm và tờ tạp chí *Business Week* đã đăng tải câu chuyện trang bìa loan báo "Cái chết của cổ phiếu" (số ra ngày 13 tháng 9 năm 1979). Hẳn vậy, 40 năm hoạt động trên thương trường của tôi không được trải bằng rượu và hoa hồng.

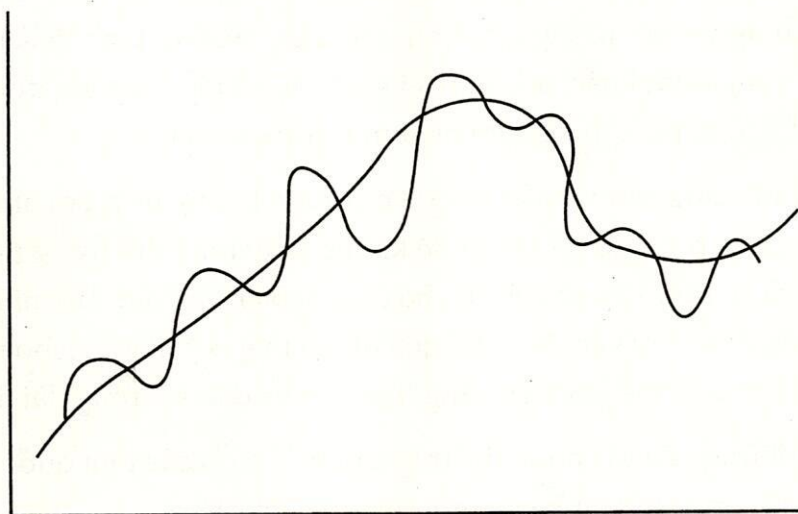


Thỉnh thoảng, chúng ta thấy nền kinh tế tốt lên hoặc xấu đi, phát triển chậm lại hoặc trở nên thịnh vượng, suy thoái hoặc phục hồi. Thị trường cũng tăng rồi giảm. Những biến động này được cho là những chu kỳ kinh tế bình thường và là phát triển từ các yếu tố ngoại sinh (như lệnh cấm vận dầu mỏ năm 1973 và cuộc khủng hoảng thị trường mới nổi năm 1998). Có vài năm chỉ số Standard & Poor's 500 (S&P 500) đi xuống trong giai đoạn từ năm 1975 đến năm 1999, nhưng không có cổ phiếu nào trong đó bị mất giá quá 7,5%. Tuy nhiên, về mặt tăng trưởng, có tới 16 năm trong tổng số 25 năm đạt lợi suất trên 15%, và có bảy lần lợi nhuận hằng năm vượt quá 30%.

Mặc dù có sự lên xuống, những nhà đầu tư cuối cùng vẫn tạo ra lợi nhuận và trở thành mục tiêu mà cả quốc gia hướng tới. Warren Buffet là một trong những người giàu nhất nước Mỹ, ông thành công nhờ mua những cổ phiếu phổ thông và thâu

tóm toàn bộ công ty. Một xu hướng tăng mạnh mẽ đã diễn ra và đạt đến đỉnh vào năm 2007...

Cho đến giữa năm 2007, 39 năm kinh nghiệm của tôi với tư cách một nhà quản lý vốn đã bị giới hạn và chỉ là một phần nhỏ của cả một câu chuyện dài. Có lẽ những gì tưởng như là một xu hướng tăng dài hạn thực chất chỉ là phần tích cực của một chu kỳ dài hạn có cả đi xuống lẫn đi lên. Chỉ khi bạn lùi lại... Bạn mới có thể đánh giá được tổng thể một cách đầy đủ.



Vấn đề chính mà tôi muốn thảo luận ở đây là tôi đã nhận ra có nhiều chu kỳ trong một xu hướng dài hạn, và xoay quanh xu hướng dài hạn đó không chỉ là những chu kỳ ngắn hạn. Hiện chúng ta đang sống trong giai đoạn tích cực của một chu kỳ lớn.

Trước khi tôi tiếp tục thảo luận về các chu kỳ kinh tế ngắn hạn mà phần lớn các nhà đầu tư đều quan tâm, tôi sẽ dành thêm thời gian để nói về những vấn đề dài hạn: các yếu tố hình thành nên chu kỳ dài hạn và triển vọng hiện tại của nó. Sau đó, tôi sẽ quay lại bàn về chu kỳ kinh tế ngắn hạn.

Như tôi đã đề cập, một trong những yếu tố chính quyết định đến sản lượng đầu ra mỗi năm của nền kinh tế là số giờ lao động. Sau đó, yếu tố cơ bản nhất làm tăng số giờ lao động là sự phát triển dân số. Sự phát triển dân số có nghĩa là mỗi năm có nhiều người lao động hơn để sản xuất và bán sản phẩm (và cũng có nhiều người mua và tiêu thụ chúng hơn, khuyến khích quá trình sản xuất). Sản xuất nhiều hơn tương đương với GDP tăng lên. Nếu dân số tăng, số giờ lao động có xu hướng tăng và GDP cũng tăng. Do đó tỷ lệ sinh là một trong những lý do chính khiến người ta thường giả định mức tăng trưởng kinh tế là một số dương. Mặt khác, nếu dân số giảm đi, sự tăng trưởng dương của GDP sẽ phải đi ngược chiều một cơn gió mạnh.

Mức tăng trưởng dân số qua mỗi năm không biến đổi nhiều. Số người trong độ tuổi sinh đẻ không mấy thay đổi trong ngắn hạn và xu hướng sinh con của họ cũng ít biến chuyển. Tuy nhiên, những điều này vẫn thay đổi qua nhiều thập kỷ hoặc lâu hơn, vì vậy chúng có thể gây ra những thay đổi về dân số trong dài hạn.

Những yếu tố nào có thể thay đổi tỷ lệ sinh của một quốc gia (tức số con trung bình của mỗi cặp vợ chồng)?

- Các quy định tương tự như chính sách một con lâu đời của Trung Quốc (gần đây đã có thay đổi).
- Chiến tranh (như Thế chiến hai đã làm giảm tỷ lệ sinh nhưng lại làm tăng số trẻ em được sinh ra sau khi nó kết thúc).
- Các điều kiện kinh tế, cũng như các điều kiện khác, tác động tới suy nghĩ của con người về việc liệu họ có đủ khả năng nuôi một đứa trẻ hay không.

- Các đặc điểm xã hội, như gần đây người trẻ Mỹ có xu hướng trì hoãn lập gia đình.

Sự thay đổi trong tỷ lệ sinh nhìn chung sẽ diễn ra trong một khoảng thời gian dài và khi nó thay đổi, sẽ mất nhiều năm để nó có thể tác động đến sự tăng trưởng GDP. Lấy ví dụ với chính sách một con của Trung Quốc. Bạn có thể thấy sự thay đổi diễn ra rất đột ngột: Vào một ngày năm 2015, chính sách này vẫn có hiệu lực đầy đủ, nhưng sang ngày kế tiếp, người ta lại thông báo dần rút lại nó. Điều này thật sự chính xác trong một phạm vi nhất định. Nhưng dù những người đã có một đứa con chắc chắn sẽ trở nên bận rộn khi sinh một đứa trẻ thứ hai vào một ngày nào đó, thì vẫn có thể phải mất cỡ 20 năm để đứa trẻ thứ hai trở thành một phần của lực lượng lao động và đóng góp vào sản lượng đầu ra cho Trung Quốc. Do vậy, điểm mấu chốt là những thay đổi hằng năm của GDP hiếm có khả năng bị tác động đáng kể bởi những thay đổi trong tỷ lệ sinh.

Một yếu tố cơ bản khác trong công thức tính GDP là "năng suất lao động", tức giá trị của sản lượng được tạo ra trong mỗi giờ lao động. Sự thay đổi về năng suất lao động là yếu tố cơ bản quyết định sự thay đổi của tăng trưởng GDP trong dài hạn. Cho dù tỷ lệ tăng trưởng dân số có là bao nhiêu thì GDP sẽ tăng nhanh hơn nếu năng suất lao động tăng, hoặc tăng chậm lại nếu năng suất giảm. Suy luận thêm, tốc độ tăng trưởng của GDP sẽ tiến triển nhanh hơn nếu tốc độ tăng của năng suất lao động đi lên, và tốc độ tăng GDP sẽ chậm đi nếu tốc độ tăng năng suất giảm. Tất cả chỉ là câu chuyện toán học.

Những sự thay đổi trong năng suất lao động, như sự thay đổi trong tỷ lệ sinh, diễn ra ở mức độ vừa phải và từ từ, cũng như cần

phải mất một giai đoạn dài để gây tác động. Chúng chủ yếu xuất phát từ những tiến bộ trong quá trình sản xuất trước đó. Những thành tựu to lớn đầu tiên xuất hiện trong cuộc cách mạng công nghiệp, khoảng từ năm 1760 đến năm 1830, khi lực lượng lao động được thay thế bằng máy móc vận hành bởi sức nước và hơi nước, và các nhà máy quy mô lớn thay thế những nơi làm việc tạo ra năng suất ít hơn - như các cửa hàng nhỏ và nhà dân. Thành tựu to lớn thứ hai diễn ra trong những năm cuối thế kỷ thứ 19 và đầu thế kỷ thứ 20, khi điện và xe ô tô thay thế cho các loại hình năng lượng và phương tiện giao thông cũ, kém hiệu quả. Sự thay đổi thứ ba xảy ra trong nửa sau thế kỷ thứ 20, khi máy tính và các loại hình tự động khác bắt đầu thay thế con người để điều khiển máy móc hoạt động. Tất nhiên, làn sóng thứ tư đang xảy ra ngay bây giờ, xuyên suốt thời đại thông tin, khi những tiến bộ to lớn trong việc thu thập, lưu trữ và ứng dụng thông tin - cũng như các hoạt động như siêu dữ liệu và trí tuệ nhân tạo - cho phép ta thực hiện những nhiệm vụ được coi là không tưởng trong quá khứ.

Nhớ rằng, mỗi một thay đổi sẽ diễn ra từ từ qua nhiều thập kỷ. Mỗi điều lại tạo ra sự khác biệt to lớn tới GDP, nhưng kể cả như vậy, sẽ không có sự tăng tốc hay giảm tốc nào quá lớn xảy ra từ năm nay sang năm khác. Tốc độ tăng năng suất có xu hướng duy trì ổn định tương đối trong nhiều năm, và chắc chắn sự suy thoái và phục hồi của chu kỳ kinh tế ngắn hạn nhìn chung sẽ không tạo ra thay đổi lên mức tăng năng suất.

Rõ ràng rằng các xu hướng về số giờ lao động và sản lượng đầu ra trong một giờ khi kết hợp lại sẽ quyết định những xu hướng dài hạn của sản lượng quốc gia. Nhưng những yếu tố nào tạo ra sự thay đổi trong hai điều trên? Dưới đây là một phần danh sách:

- **Những chuyển dịch về nhân khẩu học:** Hàng triệu người Trung Quốc di cư từ nông thôn lên thành thị là một ví dụ cho những gì tôi đang nói ở đây. Vì làm tăng lực lượng lao động sẵn có, làn sóng di cư này khiến Trung Quốc nổi lên như một địa điểm có chi phí sản xuất thấp, và nó cũng góp phần mở rộng tầng lớp tiêu dùng ở Trung Quốc. Một ví dụ khác là sự nhập cư của người dân Mỹ Latinh vào Mỹ. Giống như các quốc gia phát triển khác, Mỹ đang trải qua giai đoạn giảm tỷ lệ sinh. Nhưng làn sóng nhập cư đang diễn ra ở phía nam biên giới nước Mỹ – một vài trong số đó là bất hợp pháp – đã thay thế tỷ lệ sinh để trở thành yếu tố mở rộng lực lượng lao động và tỷ lệ tiêu dùng của Hoa Kỳ.

- **Các yếu tố quyết định đầu vào:** tổng số giờ lao động có thể phát sinh từ tổng số người lao động và số lượng người mong muốn được làm việc.

    - "Tỷ lệ tham gia lực lượng lao động" phản ánh phần trăm số người trong độ tuổi lao động đang làm việc hoặc đang tìm kiếm việc làm.

    - Tỷ lệ thất nghiệp (phần trăm số người tham gia lực lượng lao động nhưng chưa có việc làm) tăng và giảm phụ thuộc vào mức chi của người tiêu dùng và doanh nghiệp (và do vậy dẫn tới những thay đổi về nhu cầu hàng hóa, cũng như sự cần thiết phải có người lao động sản xuất ra hàng hóa).

    - Số giờ làm việc của mỗi người đối với một công việc cũng biến đổi phụ thuộc vào các điều kiện kinh tế. Các doanh nghiệp sẽ rút ngắn tuần làm việc khi nhu cầu về

hàng hóa thấp và họ để nhân viên làm thêm giờ khi nhu cầu cao (cho đến khi nhu cầu đủ lớn để tuyển thêm lao động hoặc bổ sung thêm ca làm).

- **Khát vọng**: Động lực về lợi nhuận và khát khao có một cuộc sống tốt hơn là một vài nhân tố thúc đẩy người lao động (và cả xã hội) làm việc chăm chỉ hơn và sản xuất nhiều hơn. Ta rất dễ nghĩ đây là những điều mang tính phổ quát toàn cầu, nhưng không. Ví dụ, động lực về lợi nhuận gần như đã bị xóa bỏ khỏi hệ thống kinh tế dưới thời Liên Xô, và sự sẵn sàng làm việc nhiều hơn đã bị hạn chế trong nhiều nền kinh tế khác. (Điều hài hước là, tôi đã thấy những nhân viên ở các ngân hàng châu Âu chấm công khi ra về - không phải để chứng tỏ họ cũng làm việc đến 5 giờ như ở Mỹ, mà đúng hơn là họ phải tan làm lúc 5 giờ và không làm việc quá 35 giờ một tuần.)
- **Giáo dục**: Sự đi xuống của nền giáo dục công ở Mỹ có khả năng gây ra những tác động tiêu cực đến năng lực của người lao động trong việc đóng góp vào nền kinh tế tương lai, cũng như khả năng của họ trong việc đạt được thu nhập cao và tiêu dùng thoải mái. Những xu hướng tiêu cực này có khả năng hạn chế những tác động tích cực đến từ dòng người nhập cư.
- **Công nghệ**: Sự cải tiến về công nghệ giúp các doanh nghiệp mới được thành lập nhưng cũng khiến một số doanh nghiệp cũ sụp đổ. Nó tạo ra công việc nhưng cũng xóa bỏ công việc. Nói ngắn gọn, công nghệ là một ví dụ đầy sức mạnh theo phong cách Darwin về sự tiến hóa của nền kinh tế: Nó tạo ra những người thắng cuộc và những

kẻ thua cuộc. Những công nghệ mới không chỉ thay thế công nghệ cũ mà còn loại bỏ những nỗ lực của con người. Nhưng chúng không hề "an toàn", bởi vì chúng cũng có thể bị thay thế hoặc bị phá vỡ. Công nghệ là một kiểu mẫu tiêu biểu thể hiện sự tăng và giảm, sự sống và cái chết... và tái sinh.

- **Tự động hóa:** Khả năng thay thế lực lượng lao động bằng máy móc là một trong những yếu tố đặc biệt thú vị. Một mặt, tự động hóa có thể được xem như một yếu tố bổ sung cho chu kỳ kinh tế, bởi vì nó làm tăng năng suất lao động hoặc tăng sản lượng đầu ra được sản xuất trong một giờ. Ví dụ như sự cơ giới hóa trong nông nghiệp giúp nông dân chỉ cần có ít người cũng có thể sản xuất ra nhiều thực phẩm hơn, ở mức chi phí thấp hơn trước kia rất nhiều. Nhưng mặt khác, sự tự động hóa lại làm giảm số giờ lao động sản xuất. Ngày nay chúng ta nhìn thấy các nhà máy được vận hành bởi rất ít công nhân, trong khi 30 năm trước phải là cả trăm người. Do vậy, tác động cuối cùng của sự tự động hóa đối với GDP có thể trung tính hoặc tích cực, nhưng bởi vì nó có khả năng xóa bỏ công việc nên sự tự động hóa cũng có thể cắt giảm lượng nhân công, dẫn tới giảm thiểu thu nhập và mức tiêu dùng.

- **Toàn cầu hóa**: Sự hòa nhập các quốc gia trong nền kinh tế toàn cầu có thể làm tăng tổng sản lượng đầu ra của kinh tế thế giới, một phần nhờ lợi ích từ chuyên môn hóa. Hoặc sự hòa nhập này có thể không làm tăng tổng sản lượng, vì nó tạo ra tổng lợi ích bằng không (hoặc tổng lợi ích âm). Nhưng rõ ràng là xu hướng toàn cầu hóa có thể có

những tác động khác nhau đến nền kinh tế của mỗi quốc gia (và tạo ra người chiến thắng và kẻ thất bại trong một quốc gia). Sự tăng đáng kể số lượng công nhân nhà máy được mô tả ở trên chắc chắn đã thúc đẩy nền kinh tế Trung Quốc tăng trưởng trong suốt 30 năm qua, bởi nó cho phép Trung Quốc trở thành quốc gia dẫn đầu về xuất khẩu đối với phần còn lại của thế giới. Tuy nhiên, xu hướng này có thể khiến các quốc gia phát triển mua rất nhiều hàng hóa từ Trung Quốc, trong khi họ có thể tự sản xuất những mặt hàng đó, khiến chính GDP của họ bị cắt giảm. Ước tính hàng triệu công việc sản xuất đã rơi vào tay Trung Quốc từ năm 2000, điều này chắc chắn khiến mức tăng trưởng của nền kinh tế Mỹ thấp hơn so với những gì nó đáng ra có thể đạt được. Mặc dù vậy, ta cần phải tính đến lợi ích của việc nhập khẩu hàng hóa giá rẻ từ Trung Quốc để ước tính tác động tổng thể đối với kinh tế Hoa Kỳ.



Mỹ là một quốc gia may mắn khi có cơ sở hạ tầng được giữ nguyên sau Thế chiến hai và nó được hưởng rất nhiều lợi ích từ sự bùng nổ trẻ sơ sinh sau chiến tranh. Điều này đã khiến kinh tế tăng trưởng mạnh mẽ. Các sản phẩm của Mỹ thường đạt mức tốt nhất trên thế giới và các tập đoàn của Mỹ cũng rất thành công. Trong thế giới vẫn đang tiến hành toàn cầu hóa, những công nhân Mỹ vẫn có thể được trả mức lương cao nhất, không bị thua thiệt trong cuộc cạnh tranh với những mặt hàng giá rẻ được sản xuất ở nơi khác. Sự cải tiến về kỹ thuật quản lý và năng suất lao động tăng nhanh cũng là nhân tố đóng góp

thêm cho sự tăng trưởng. Do vậy, sự tăng trưởng kinh tế trường kỳ ở Mỹ luôn đạt tốc độ cao, khiến cho nhu cầu tiêu dùng tăng, từ đó tạo ra một vòng tuần hoàn tốt lành khiến rất nhiều người được hưởng lợi... Nhưng nó không phải là điều không thể bị thay đổi.

Trong những năm gần đây, sự tăng trưởng kinh tế có dấu hiệu chậm lại ở Mỹ (cũng như ở một số quốc gia khác). Liệu đây là một thay đổi ngắn hạn mang tính chu kỳ, liên quan đến xu hướng dài hạn cơ bản? Hay đây chính là một thay đổi của xu hướng dài hạn? Sẽ phải mất nhiều năm để chúng ta biết chắc chắn được câu trả lời. Nhưng đã xuất hiện một trường phái tư tưởng đổ lỗi cho "sự trì trệ trường kỳ" – nghĩa là xu hướng dài hạn cơ bản bị chậm lại.

Mức tăng trưởng về dân số và năng suất lao động đang giảm đi ở Mỹ cũng như ở các quốc gia phát triển khác. Kết hợp lại, ta thấy hai nhân tố này khiến cho mức tăng GDP của Mỹ sẽ chậm đi trong các năm tiếp theo (so với những năm sau Thế chiến hai). Những tiến bộ to lớn trong quá khứ về năng suất lao động sẽ không còn lặp lại ở tương lai. Thêm vào đó, sự sẵn có nguồn lao động giá rẻ hơn nhiều ở những nơi khác khiến Mỹ không còn nhiều khả năng cạnh tranh về giá thành sản xuất. Điều này tạo nên nhiều dấu hiệu tiêu cực về công việc ở Hoa Kỳ, như lao động Mỹ không lành nghề, trình độ thấp; chênh lệch về thu nhập; cũng như mức sống thấp hơn khi so sánh với người dân ở các quốc gia khác. Những vấn đề này tất nhiên đã được nhấn mạnh trong cuộc bầu cử tổng thống năm 2016.

Sự thay đổi trong tăng trưởng dân số và năng suất lao động có thể mất hàng thập kỷ để tạo ra sức ảnh hưởng, nhưng rõ

ràng là chúng có thể tác động đến tốc độ tăng trưởng kinh tế của các quốc gia. Vào thế kỷ 20, Mỹ đã vượt qua các nước châu Âu để trở thành một cường quốc kinh tế. Sau đó, Nhật Bản dường như đang chạy nước rút trong những năm 1970 và 1980, đe dọa thâu tóm toàn thế giới, và chỉ chững lại vào những năm cuối của thập niên 80, khi nước này rơi lại vào thời kỳ tăng trưởng không đáng kể. Những thị trường mới nổi – đặc biệt là Trung Quốc – là những nơi có tốc độ tăng trưởng nhanh chóng trong một vài thập kỷ qua. Dù tốc độ tăng trưởng của các nước này hiện nay có chậm lại thì họ vẫn có thể phát triển nhanh hơn các nước phát triển trong vài thập kỷ tới. Nguồn nhân lực của Ấn Độ có thể khiến kinh tế của quốc gia này phát triển nhanh chóng, nếu nó có thể hoạt động hiệu quả hơn và cắt giảm tham nhũng. Và các quốc gia cận biên[1] như Nigeria và Bangladesh thì đứng sau các quốc gia mới nổi này, chờ đến lượt mình phát triển nhanh chóng.

Xã hội phát triển rồi xuống dốc, và sự tăng trưởng kinh tế tăng tốc hay chậm lại có những tác động qua lại với nhau. Xu hướng phát triển cơ bản này rõ ràng tuân theo chu kỳ dài hạn, mặc dù những đợt dao động lên xuống trong ngắn hạn xoay quanh chu kỳ đó có thể được nhận thấy rõ hơn và do đó dễ dàng thảo luận hơn.

[1] Từ gốc là "frontier nation", thuật ngữ "frontier" chỉ những thị trường đang phát triển, nhưng chưa đủ quy mô để được gọi là thị trường mới nổi ("emerging").

CHU KỲ KINH TẾ NGẮN HẠN

Như tôi đã đề cập, các nhà dự báo kinh tế và những người sử dụng các dự báo đó thường quan tâm đến tốc độ tăng trưởng GDP trong một hai năm tiếp theo. Nói cách khác, họ quan tâm tới tốc độ tăng trưởng được biểu hiện trong dao động đi lên của chu kỳ kinh tế ngắn hạn cũng như thời gian dao động đó xảy ra, và liệu mức tăng trưởng có bị âm trong hai quý liên tiếp khi dao động đi xuống dẫn đến suy thoái hay không. Những điều này biểu thị cho những dao động ngắn hạn xung quanh xu hướng tăng trưởng dài hạn, như đã được minh họa trong một vài trang trước. Khi các yếu tố tạo ra xu hướng dài hạn chỉ thay đổi rất ít qua từng quý và từng năm, tại sao những sự thay đổi ngắn hạn lại nên được đặc biệt quan tâm? Thực tế, tại sao chúng vẫn xảy ra? Tại sao mức tăng trưởng không đơn giản là cứ đạt trung bình - giả sử là 2% - mỗi năm?

Những câu hỏi trên là cơ hội tốt để giới thiệu một số nhân tố chính trong cuốn sách này: tâm lý, cảm xúc và quá trình ra quyết định. Tỷ lệ sinh và năng suất lao động thường được xem xét độc lập và là những biến số gần như mang tính máy móc. Tỷ lệ sinh là kết quả của việc sinh sản, và những lý do cũng như tốc độ sinh sản thường khá ổn định theo thời gian. Tương tự như vậy, tỷ lệ thay đổi năng suất lao động – tức sản lượng đầu ra trên một đơn vị lao động – được quyết định chủ yếu bởi thành tựu công nghệ và mức độ phổ biến của chúng. Nói cách khác, mặc dù các nền kinh tế được tạo thành từ con người, mức độ tăng trưởng của nền kinh tế lại không phản ánh rõ nét những thăng trầm của con người.

Nhưng thực tế, thăng trầm của con người lại rất có tác động. Trong lúc các xu hướng dài hạn thiết lập mức tăng trưởng tiềm năng của nền kinh tế, thì mức độ thực tế của GDP hằng năm lại dao động tương ứng với những gì mà xu hướng đã quyết định... phần lớn bởi vì sự tham gia của con người.

Tỷ lệ sinh có thể quyết định xu hướng dài hạn về số lượng giờ lao động, nhưng những yếu tố khác cũng có thể tạo ra những thay đổi trong ngắn hạn. Sự sẵn lòng làm việc không ổn định mãi mãi. Có thể có những lúc điều kiện không khuyến khích con người tìm kiếm một vị trí trong lực lượng lao động, như đã đề cập trước đó, và cũng có những lúc các sự kiện trên thế giới làm thay đổi mức độ tiêu dùng.

Ví dụ điển hình nhất là khi các sự kiện thế giới có khả năng tạo nên nỗi sợ hãi, không khuyến khích các hoạt động kinh tế. Cuộc khủng khoảng cho vay thế chấp dưới chuẩn và sự đổ vỡ của các tổ chức tài chính, đạt đến đỉnh điểm với sự phá sản của Lehman Brothers vào tháng 9 năm 2008 đã ngăn cản người tiêu dùng mua sắm, ngăn các nhà đầu tư cấp vốn và ngăn các công ty không xây dựng nhà máy và mở rộng lực lượng lao động. Sự cắt giảm này thậm chí xảy ra đối với những người không bị mất việc, họ bị thu hồi nhà để trả nợ hoặc giá trị danh mục đầu tư của họ bị sụt giảm. Những điều này nhanh chóng tác động đến toàn bộ nền kinh tế và kết quả là một cuộc suy thoái trầm trọng kéo dài từ tháng 12 năm 2007 đến tháng 6 năm 2009.

Nếu số lượng người lao động và thu nhập họ kiếm được tương đối ổn định, chúng ta có thể mong đợi mức chi tiêu của họ cũng sẽ ổn định tương tự. Nhưng điều đó không xảy ra. Mức chi tiêu dao động nhiều hơn so với việc làm và thu nhập, vì

có những biến động trong thứ gọi là "xu hướng tiêu dùng cận biên": Với mỗi một đô la thu nhập tăng thêm, số tiền đó lại quyết định phần trăm dành cho tiêu dùng. Vì xu hướng này biến đổi trong ngắn hạn, nên mức tiêu dùng có thể thay đổi một cách độc lập với thu nhập.

Những người có thu nhập có thể chọn dành nhiều tỷ trọng trong tổng số thu nhập của họ vào tiêu dùng bởi vì:

- Tin tức hằng ngày thuận lợi .
- Họ tin rằng kết quả của cuộc bầu cử dự báo một nền kinh tế mạnh hơn, thu nhập cao hơn hoặc thuế thấp hơn
- Tín dụng tiêu dùng dễ dàng tiếp cận hơn
- Định giá tài sản cao khiến họ cảm thấy giàu có hơn
- Đội bóng của họ chiến thắng trong giải vô địch thế giới

Nhân tố thứ tư – còn được gọi là "hiệu ứng giàu sang" – đặc biệt đáng chú ý. Một người sở hữu tài sản (a) gần như chắc chắn sẽ không tăng số tiền tiêu dùng bằng cách bán cổ phiếu hoặc bán nhà cửa và (b) nên nhận ra rằng việc tăng giá tài sản có thể sớm kết thúc nên đó không phải lý do chính đáng để thay đổi thói quen tiêu dùng. Tuy nhiên sự định giá cao tài sản thường sẽ khiến họ tiêu nhiều hơn. Hiện tượng này thể hiện vai trò của tâm lý tác động tới hành vi, và hành vi thì là một biến số kinh tế trong ngắn hạn.

Điều đặc biệt quan trọng cần lưu ý tới là ta có thể tự hoàn thành những kỳ vọng của mình với nền kinh tế tới mức nào. Nếu mọi người (và các công ty) tin rằng tương lai sẽ tốt đẹp, thì họ sẽ chi tiêu nhiều hơn, đầu tư nhiều hơn… và khiến tương lai

trở nên tốt đẹp hoặc ngược lại. Tôi tin rằng phần lớn các công ty đều kết luận rằng cuộc khủng hoảng năm 2008 sẽ không kéo theo một sự phục hồi hình chữ V, như điều đã là quy tắc trong một vài cuộc khủng hoảng trước đây. Do vậy, chúng ta quyết định không mở rộng các nhà máy và lực lượng lao động. Kết quả là sự phục hồi ở Mỹ chỉ diễn ra ở mức độ vừa phải và từ tốn (thậm chí ở nhiều nơi khác sự phục hồi chỉ rất yếu ớt).

Một lý do khác cho sự thay đổi ngắn hạn liên quan đến hàng tồn kho. Các doanh nghiệp có thể đánh giá quá cao nhu cầu đối với sản phẩm của họ trong một khoảng thời gian nhất định và do đó, họ tăng sản lượng vượt quá số lượng có thể bán ra. Hoặc họ có thể giữ nguyên lượng sản xuất không đổi, nhưng lại phải đối mặt với thị trường có nhu cầu thấp đến đáng ngạc nhiên. Dù là trường hợp nào, thì số lượng hàng hóa được sản xuất ra vẫn nhiều hơn số lượng bán được. Sự thừa thãi này làm tăng thêm hàng tồn kho. Tiếp theo, nó có khả năng khiến việc sản xuất trong các giai đoạn sau đó bị điều chỉnh xuống cho tới khi lượng hàng tồn kho trở về mức như mong muốn. Theo cách này, việc tăng thêm hay cắt giảm hàng tồn kho thường sẽ dẫn đến việc sản lượng đầu ra của nền kinh tế đi lên hoặc giảm xuống trong ngắn hạn.

So với mức tăng trưởng tiềm năng được hình thành dựa trên mức tăng tỷ lệ sinh và năng suất lao động, sự biến chuyển ở sản lượng đầu ra thực tế của một nền kinh tế trong một quý hay một năm nhất định chỉ có thể bị tác động bởi một số ít nhân tố. Chúng là kết quả của các nhân tố không có tính chất "cố định". Nhiều nhân tố trong số chúng xuất phát từ hành vi của con người, do vậy chúng không chắc chắn và không thể dự đoán trước.



Điều này khiến tôi phải nói thêm một chút về các dự đoán kinh tế. Rất nhiều nhà đầu tư hành động dựa trên những dự báo mà họ tự đưa ra, hoặc những dự báo mà họ tham khảo từ các nhà kinh tế, từ ngân hàng hoặc báo chí. Nhưng tôi ngờ rằng không có quá nhiều dự báo chứa những thông tin có khả năng làm việc đầu tư thêm giá trị và thành công.

Dưới đây là cái nhìn cơ bản của tôi về vấn đề này:

- Trong đầu tư, có thể dễ dàng đạt được hiệu suất đầu tư tương đương với mức trung bình của các nhà đầu tư khác, hoặc đạt tới mức chuẩn của thị trường.
- Bởi vì ta dễ dàng đạt được mức trung bình, nên thành công trong đầu tư thực sự phải bao gồm cả sự vượt trội so với các nhà đầu tư khác cũng như so với mức trung bình. Thành công trong đầu tư là một khái niệm tương đối, được đo lường dựa trên hiệu suất tương đối.
- Chỉ đơn thuần dự đoán đúng về một sự kiện sắp xảy ra là không đủ để đảm bảo hiệu suất đầu tư tương đối vượt trội, nếu mọi người đều cùng có quan điểm và kết quả là mọi người đều đúng như nhau. Do đó, thành công không nằm ở việc đúng, mà phải là đúng hơn những người khác.
- Tương tự như vậy, người ta không cần đúng để có thể thành công, mà chỉ cần sai ít hơn người khác.
- Thành công không đến từ một sự dự đoán *chính xác*, nhưng từ một sự dự đoán *vượt trội*. Liệu có thể có được một dự đoán như vậy?

Hầu hết những dự đoán kinh tế bao gồm suy luận về các cấp độ hiện tại và các xu hướng dài hạn. Bởi vì nền kinh tế thông thường không đi chệch quá xa khỏi những cấp độ và xu hướng trên, nên phần lớn các dự báo ngoại suy đều chính xác. Nhưng những dự báo ngoại suy này thường được chia sẻ rộng rãi, và đã được phản ánh trên giá thị trường của tài sản, do vậy chúng không tạo ra hiệu suất đầu tư vượt trội – kể cả khi chúng đã trở thành sự thực. Dưới đây là những điều mà nhà kinh tế học đạt giải Nobel, Milton Friedman đã viết:

> Tất cả những người này đều nhìn thấy những dữ liệu giống nhau, đọc những tài liệu như nhau và dành thời gian của họ cố gắng dự đoán xem người khác sẽ nói gì. [Dự đoán của họ] sẽ luôn luôn đúng ở mức vừa phải – và phần lớn không mấy khi hữu ích.

Những dự báo có tiềm năng trở nên giá trị là những dự đoán nhận ra được chính xác sự biến đổi của các xu hướng dài hạn và các mức độ hiện tại. Nếu một nhà dự báo đưa ra được một dự đoán khác thường, không ngoại suy mà vẫn chính xác, thì kết quả đạt được có thể sẽ gây ngạc nhiên cho những người khác trong thị trường. Khi họ đấu đá nhau để điều chỉnh cổ phần của mình cho khớp với dự đoán chính xác, thì nhiều khả năng kết quả sau cùng sẽ có lợi cho thiểu số các nhà đầu tư đã dự đoán chính xác. Chỉ có một nhược điểm: Do hầu hết những biến đổi lớn của xu hướng (a) thường không xảy ra thường xuyên và (b) khó có thể dự đoán chính xác, hầu hết các dự báo khác thường và không ngoại suy sẽ không chính xác, bất cứ ai đầu tư dựa trên các dự báo này sẽ chỉ đạt được kết quả dưới mức trung bình.

Vì vậy, đây là những khả năng tôi nhận thấy đối với các dự báo kinh tế:

- Phần lớn các dự báo kinh tế đều chỉ là phép ngoại suy. Phép ngoại suy thường đúng nhưng không có giá trị.
- Những dự báo khác thường về các biến đổi lớn của xu hướng có thể rất có giá trị nếu chúng đúng, nhưng thường thì chúng không chính xác. Do đó, phần lớn các dự đoán về các biến đổi của xu hướng là sai lầm và cũng không có giá trị.
- Một số ít dự đoán về các biến đổi lớn cuối cùng lại chính xác và có giá trị – khiến cho những người dự đoán chúng được đề cao vì sự nhạy bén của họ – nhưng rất khó biết trước được liệu đâu mới là thiểu số những dự báo chính xác. Vì tỷ lệ chính xác tổng thể thấp, những dự báo khác thường không đem lại đủ giá trị để đem tới cán cân cân bằng. Có những người trở nên nổi tiếng bởi đúng một dự đoán chính xác đầy ấn tượng, nhưng phần lớn các dự báo của họ đều không đáng làm theo.

Nói tóm lại, có ba kết luận như trên khiến việc dự báo kinh tế không được khuyến khích áp dụng. Do vậy, không phải vô cớ mà John Kenneth Galbraith nói rằng: "Chúng ta có hai kiểu người đưa ra dự đoán: một là những người không biết gì – và hai là những người không biết rằng họ không biết gì".

Sự thay đổi trường kỳ trong những chu kỳ kinh tế dài hạn khó có thể dự đoán được, và tính chính xác của các dự báo về những thay đổi đó cũng rất khó để đánh giá. Sự lên và xuống trong chu kỳ kinh tế ngắn hạn cũng như vậy, rất khó để một ai đó có thể thường xuyên dự đoán chính xác hơn người khác. Việc hành động theo những dự báo kinh tế là rất cám dỗ, nhất là khi nếu làm theo những dự đoán chính xác, lợi nhuận về mặt lý

thuyết có thể lên rất cao. Nhưng ta không thể đánh giá thấp sự khó khăn nếu muốn làm được như vậy một cách chính xác và nhất quán, hết lần này tới lần khác.



Dưới đây là những điều tôi tin là điểm mấu chốt của các chu kỳ kinh tế:

- Tổng sản lượng của một nền kinh tế được tính bằng số giờ lao động và số sản phẩm được sản xuất trong một giờ. Do vậy sự phát triển của một nền kinh tế trong dài hạn được xác định trước hết bởi các yếu tố nền tảng như tỷ lệ sinh và mức tăng năng suất lao động (nhưng cũng bởi các thay đổi khác của môi trường và xã hội). Những yếu tố này thường chỉ thay đổi tương đối ít qua mỗi năm và chỉ thay đổi từ từ qua mỗi thập kỷ. Vì thế, tốc độ tăng trưởng trung bình khá ổn định trong một khoảng thời gian dài. Chỉ khi tính trong khung thời gian dài nhất có thể, mức tăng trưởng kỳ của một nền kinh tế mới thể hiện tốc độ tăng tiến hoặc chậm lại đáng kể. Nhưng nó thực sự biến động như vậy.

- Với sự ổn định tương đối của tăng trưởng trường kỳ cơ bản, người ta có thể kỳ vọng rằng hiệu suất của các nền kinh tế sẽ ổn định từ năm này sang năm khác. Tuy nhiên, rất nhiều nhân tố có thể thay đổi, khiến sự tăng trưởng kinh tế - ngay cả khi nó tuân theo đồ thị xu hướng cơ bản ở mức trung bình – vẫn biểu hiện sự biến động hằng năm. Các nhân tố này có thể được nhìn nhận như dưới đây:

- **Các yếu tố nội sinh**: Hiệu suất hằng năm của nền kinh tế có thể bị tác động bởi các quyết định khác nhau của các đơn vị kinh tế: Ví dụ như đối với người tiêu dùng, là họ chi tiêu hay tiết kiệm; hoặc đối với các doanh nghiệp, là họ mở rộng hay thu hẹp quy mô, tăng thêm hàng tồn kho (gia tăng sản xuất) hay bán hàng tồn kho (cắt giảm sản xuất). Những quyết định này thường xuyên bị tác động bởi tâm thế của những con người trong nền kinh tế, như người tiêu dùng hoặc nhà quản lý doanh nghiệp.
- **Các yếu tố ngoại sinh**: Hiệu suất hằng năm cũng có thể bị tác động bởi (a) các sự kiện nhân tạo có thể nằm ngoài lĩnh vực kinh tế, ví dụ như chiến tranh, các quyết định của chính phủ liên quan đến thay đổi mức thuế hoặc điều chỉnh rào cản thương mại, hay những thay đổi về giá hàng hóa bị gây nên bởi các phe phái; hoặc (b) các sự kiện tự nhiên xảy ra mà không có bàn tay con người, như hạn hán, bão lốc và động đất.

- Sự tăng trưởng kinh tế về dài hạn có tính ổn định trong một khoảng thời gian dài, nhưng nó có thể thay đổi theo các chu kỳ kinh tế dài hạn.
- Sự tăng trưởng kinh tế về ngắn hạn nhìn chung sẽ tuân theo xu hướng dài hạn, nhưng nó sẽ dao động xung quanh đồ thị xu hướng qua mỗi năm.
- Con người luôn cố gắng dự đoán những biến động hằng năm, coi đó là một cơ sở để thực hiện các khoản đầu tư tiềm năng tạo ra lợi nhuận. Tính trung bình, các dự đoán này hầu hết mọi lúc đều sát với thực tế. Nhưng chỉ ít người có thể luôn luôn dự đoán đúng, rất ít người có thể dự đoán

chính xác hơn những người khác, và chỉ một thiểu số có thể dự đoán chính xác những biến đổi lớn của xu hướng.



Tôi thường thấy – một cách kỳ diệu – rằng ngay khi tôi sắp đưa ra những kết luận về những điều mình đang viết, thì một ví dụ hoàn hảo lại xuất hiện trong cuộc sống thực tại, hoặc xuất hiện từ những gì tôi đọc được. Khi tôi hoàn thành bản nháp đầu tiên của chương này vào ngày 23 tháng 6 năm 2016, báo đài cũng đồng loạt đưa tin rằng đa số người bỏ phiếu tại Anh đã lựa chọn rời khỏi Liên minh châu Âu.

Quyết định này nhìn chung trái với kỳ vọng. Đồng bảng Anh và thị trường cổ phiếu Luân Đôn đã mạnh lên trong những ngày trước cuộc bỏ phiếu. Những kẻ cá cược ở Luân Đôn thì đưa ra tỷ lệ cược cho rằng Brexit sẽ không được thông qua. Dự báo ơi là dự báo.

Quyết định rời khỏi Liên minh châu Âu của Anh có thể tạo ra nhiều hướng rẽ đáng kể về mặt kinh tế, xã hội và chính trị đối với Anh và châu Âu, cũng như đối với phần còn lại của thế giới. Những tác động tiêu cực đến tâm lý người tiêu dùng, nhà đầu tư và những doanh nhân có thể khiến sự tăng trưởng kinh tế trong thời gian sắp tới bị chậm lại. Vì vậy, có thể những rào cản thương mại sẽ tăng lên và tính hiệu quả của thị trường toàn cầu bị giảm sút.

Hơn nữa, có thể sự kiện này (cũng như hệ quả sau đó là Scotland và Bắc Ireland tách khỏi Vương quốc Anh) sẽ thay đổi sự tăng trưởng dài hạn của các quốc gia có liên quan trực tiếp,

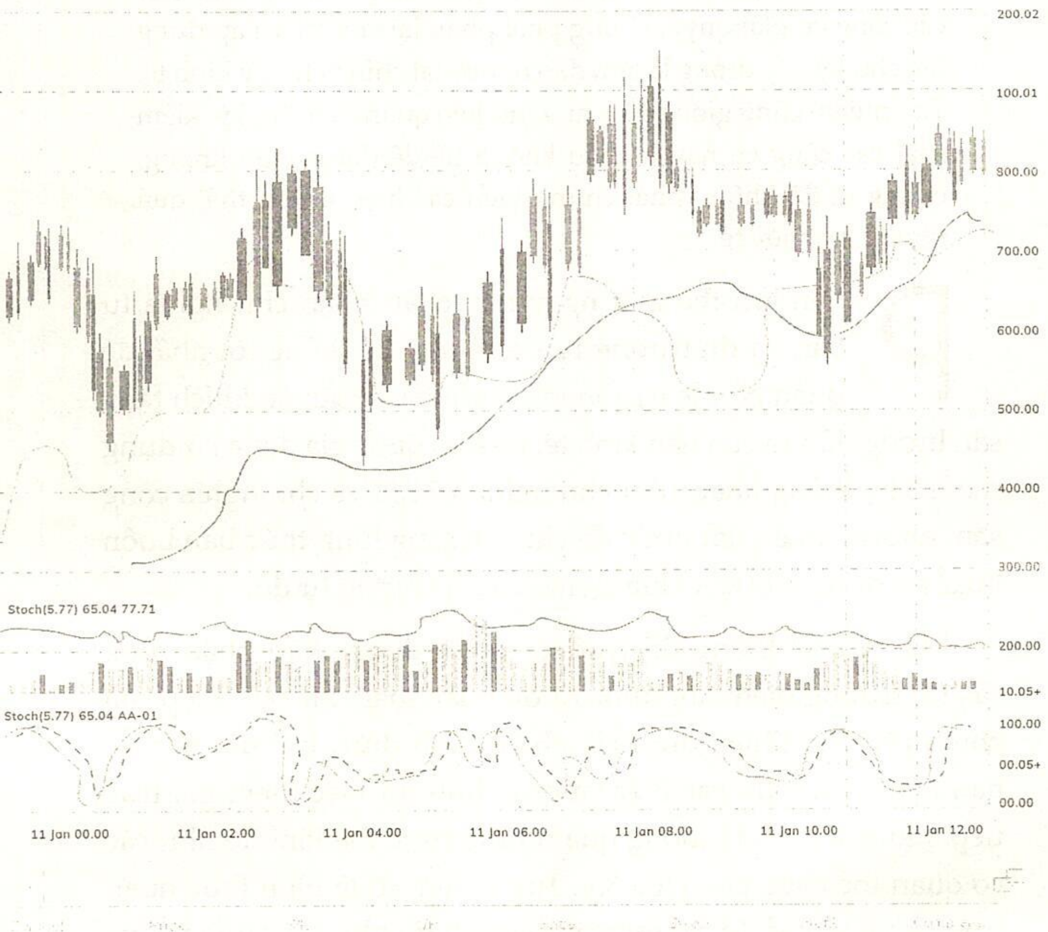
và có thể là cả các quốc gia khác nữa. Sự kiện Brexit có thể được nhắc đến sau 50 năm nữa kể từ bây giờ, nó có thể là yếu tố đã làm thay đổi quỹ đạo tăng trưởng của các khu vực lớn trong nền kinh tế thế giới, dẫn tới thay đổi toàn bộ mức tăng trưởng của kinh tế toàn cầu và góp phần làm chuyển dịch phương hướng của chu kỳ dài hạn.

Chắc chắn có nhiều khả năng môi trường kinh tế sẽ khác đi trong những năm tiếp theo so với thực tế, nếu cuộc bỏ phiếu Brexit diễn ra theo một hướng khác. Khi đó Brexit vẫn sẽ tạo ra một bước ngoặt trong chu kỳ kinh tế dài hạn của Anh. Nhưng chúng ta không thể chắc chắn những tác động của nó tới các nền kinh tế khác sẽ là gì, diễn ra như thế nào và ở mức độ nào.

00:01

5

SỰ THAM GIA CỦA CHÍNH PHỦ TRONG CHU KỲ KINH TẾ



1.27 65[4]

1.27 65[7]

Sell

Buy

Chu kỳ kinh tế cực đoan được xem là điều không ai mong đợi. Một nền kinh tế quá mạnh có thể làm tăng lạm phát và đưa nền kinh tế lên cao đến mức không thể tránh khỏi một cuộc suy thoái. Mặt khác, một nền kinh tế quá yếu có thể khiến cho lợi nhuận của công ty sụt giảm và làm con người mất việc. Do vậy, ngân hàng trung ương và các quan chức ở Bộ Ngân khố phải có một phần trách nhiệm trong việc quản lý chu kỳ.

Bởi vì chu kỳ có thể tạo ra dao động lên hoặc xuống thái quá, các công cụ giải quyết chúng phải phản lại chu kỳ và áp dụng lên chu kỳ – lý tưởng là làm đảo ngược lại chính chu kỳ kinh tế. Tuy nhiên, cũng giống như mọi thứ liên quan đến chu kỳ, kiểm soát các công cụ này là điều không hề dễ dàng. Nếu không, chúng ta đã không phải chứng kiến các hiện tượng thái quá như trong thực tế.

Phần lớn thế giới ngày nay chấp nhận chủ nghĩa tư bản và thị trường tự do như là hệ thống tốt nhất để phân bổ các nguồn lực kinh tế và khuyến khích tăng sản lượng đầu ra của nền kinh tế. Một số quốc gia đang sử dụng một số hệ thống khác, như chủ nghĩa xã hội và chủ nghĩa cộng sản, nhưng nhiều đất nước đã chuyển sang hình thức bán buôn hoặc áp dụng một vài khía cạnh của thị trường tự do.

Mặc dù hệ thống thị trường tự do được chấp nhận rộng rãi, thị trường hiếm khi được tự do hoàn toàn. Sự can thiệp của chính phủ xuất hiện dưới rất nhiều hình thức, trải dài từ việc ban hành, thực thi các luật và quy định tới việc tham gia trực tiếp vào nền kinh tế thông qua những thực thể kinh tế như các cơ quan thế chấp của Hoa Kỳ. Tuy nhiên, có lẽ hình thức quan trọng nhất khi xét tới sự tham gia của chính phủ là những nỗ lực của ngân hàng trung ương và kho bạc quốc gia trong việc kiểm soát và tác động đến sự lên xuống của chu kỳ kinh tế.

Ngân hàng trung ương

Qua nhiều thế kỷ, quyền lực và trách nhiệm to lớn đã được trao cho các ngân hàng trung ương như Cục Dự trữ Liên bang Mỹ. Dù vai trò chính của họ trước đây là phát hành tiền tệ và đổi tiền sang vàng hoặc bạc theo nhu cầu, ngày nay các ngân hàng trung ương còn quan tâm nhiều đến việc kiểm soát các chu kỳ kinh tế.

Ngay từ rất sớm, nhiều ngân hàng trung ương đã phát hành tiền tệ. Nhiều năm sau đó, khi ngân hàng trung ương chịu trách nhiệm quản lý chu kỳ, mối quan tâm to lớn của họ luôn liên quan tới vấn đề lạm phát. Cụ thể, thế giới đã trải qua những thời kỳ siêu lạm phát với mức lạm phát lên tới hàng trăm phần trăm một năm, như có thể nhìn thấy ở Đức – tức nước Cộng hòa Weimar sau Thế chiến thứ nhất. Bởi vậy, ngân hàng trung ương chuyển sang quản lý lạm phát. Mục tiêu không phải là loại bỏ lạm phát mà là kiểm soát nó. Lạm phát vẫn được chấp nhận vì (a) nó có nhiều khía cạnh hữu ích và (b) chủ yếu không thể tránh khỏi.

Những lý do gây ra lạm phát vẫn là một điều gì đó khó giải thích được, và cũng như nhiều quá trình khác được mô tả ở đây, chúng không chắc chắn và xảy ra không đều đặn. Đôi khi một bộ tình huống sẽ làm cho lạm phát tăng, nhưng tại một thời điểm khác, vẫn hoàn cảnh đó lại làm giảm lạm phát hoặc không gây ra lạm phát. Nhưng nhìn chung, lạm phát được xem như là kết quả của một sự chuyển động mạnh theo xu hướng đi lên của chu kỳ kinh tế.

- Khi cầu hàng hóa tăng lên một cách tương đối so với cung, sẽ gây ra lạm phát theo "cầu kéo".

- Khi các yếu tố đầu vào phục vụ cho sản xuất - như chi phí nhân công và chi phí của các nguyên liệu thô tăng lên, thì sẽ gây ra lạm phát "chi phí đẩy".
- Cuối cùng, khi giá trị đồng tiền của quốc gia nhập khẩu giảm một cách tương đối so với quốc gia xuất khẩu, giá các mặt hàng xuất khẩu có thể tăng trong quốc gia nhập khẩu mặt hàng đó.

Giá của hàng hóa có thể leo thang vì bất cứ lý do nào ở trên. Đó chính là lạm phát. Nhưng như tôi đã nói, đôi khi những sự kiện như vậy xảy ra mà không có sự gia tăng lạm phát đi kèm. Và đôi khi lạm phát có thể tăng dù không xuất hiện sự kiện nào ở trên. Có một yếu tố to lớn thuộc về tâm lý có ảnh hưởng đến tất cả những điều này.

Bởi vì lạm phát xuất phát từ sức mạnh của nền kinh tế, nỗ lực của ngân hàng trung ương nhằm kiểm soát nó tương đương với việc khiến nền kinh tế bớt "nóng". Các hành động có thể làm bao gồm giảm lượng cung tiền, tăng lãi suất và phát hành trái phiếu. Khi các khu vực tư nhân mua trái phiếu từ ngân hàng trung ương, tiền đã được đưa ra khỏi khu vực lưu thông; điều này sẽ làm giảm nhu cầu về hàng hóa và do vậy làm giảm lạm phát. Những nhân viên của ngân hàng trung ương – những người dốc hết sức duy trì lạm phát ở mức kiểm soát được gọi là "diều hâu". Họ có xu hướng thực hiện các hành động được liệt kê ở trên sớm hơn và ở mức độ cao hơn.

Tất nhiên, một vấn đề là những hành động này không khuyến khích tăng trưởng. Chúng hoàn thành được mục tiêu kiềm chế lạm phát, nhưng chúng cũng kiềm chế sự tăng trưởng của nền kinh tế với những tác động có thể không tạo ra được lợi ích.

Vấn đề rất phức tạp bởi thực tế là trong vài thập kỷ trước, có rất nhiều ngân hàng trung ương được giao thêm một trọng trách thứ hai. Ngoài việc kiểm soát lạm phát, họ được mong đợi có thể hỗ trợ giải quyết vấn đề việc làm và tất nhiên, công ăn việc làm được tạo ra khi nền kinh tế mạnh hơn. Vì vậy, ngân hàng trung ương khuyến khích tạo việc làm thông qua các hành động kích cầu như tăng cung tiền, giảm lãi suất và tăng tính thanh khoản của nền kinh tế thông qua mua trái phiếu – như theo chương trình hành động gần đây về "nới lỏng định lượng". Các nhân viên của ngân hàng trung ương tập trung chủ yếu vào khuyến khích tạo việc làm và nghiêng về những hành động như trên được gọi là "bồ câu".

Điểm mấu chốt là phần lớn nhân viên ở các ngân hàng trung ương có hai nhiệm vụ chính: giới hạn lạm phát – công việc đòi hỏi phải kiềm chế sự tăng trưởng kinh tế, và hỗ trợ việc làm – công việc được thực hiện thông qua thúc đẩy tăng trưởng kinh tế. Nói một cách khác, trách nhiệm kép này của họ đối lập với nhau, vì vậy công việc của họ đòi hỏi phải có những hành động phù hợp, cân bằng giữa hai mục tiêu.

Chúng ta đã thảo luận thực tế rằng nền kinh tế có tính chu kỳ, có một số thời điểm nó phát triển mạnh mẽ và cũng có những thời điểm khác nó suy yếu (hoặc thu hẹp quy mô). Một nền kinh tế có xu hướng đi lên thường tạo ra việc làm nhưng cũng có thể khiến lạm phát tăng tốc. Mặt khác, một nền kinh tế trì trệ hoặc suy yếu kìm hãm được lạm phát nhưng có thể cắt giảm công ăn việc làm. Vì vậy, nhiệm vụ của ngân hàng trung ương là có những hành động phản chu kỳ phù hợp: Đó là hạn chế phạm vi ảnh hưởng của chu kỳ, làm chậm lại sự phát triển kinh tế tại một

số thời điểm đang thịnh vượng để có thể kiểm soát lạm phát, và kích cầu nền kinh tế trong những giai đoạn đi xuống để hỗ trợ tạo việc làm.

Nhưng cũng giống như hiểu biết chuyên sâu của các nhà đầu tư về chu kỳ còn nhiều hạn chế và không chắc chắn, các ngân hàng trung ương cũng vậy. Hai nhiệm vụ của họ – khuyến khích phát triển kinh tế và kiềm chế lạm phát – rõ ràng không thể thực hiện trong cùng một lúc. Đây là lúc kích thích hay kiềm chế? Mục tiêu nào nên được lựa chọn và mức độ tác động nên là bao nhiêu? Nếu lãi suất thấp (như nó đã được duy trì từ hồi Khủng hoảng tài chính toàn cầu để kích thích tăng trưởng) nhưng mức tăng trưởng kinh tế đang trì trệ (cũng trong thời gian duy trì lãi suất thấp), liệu lãi suất có thể được tăng để chặn trước lạm phát đi lên mà không bóp nghẹt mức tăng trưởng kinh tế chậm chạp? Nếu đó là một thách thức đối với các nhà đầu tư trong việc hiểu và dự đoán chu kỳ, thì các ngân hàng trung ương cũng không thể kiểm soát chúng một cách dễ dàng.

Chính phủ

Chính phủ có nhiều trách nhiệm hơn hẳn các ngân hàng trung ương, các vấn đề kinh tế chỉ là một phần nhỏ trong số các trách nhiệm của chính phủ. Giống như ngân hàng trung ương, chính phủ cũng phải chịu trách nhiệm khuyến khích tăng trưởng kinh tế tại những thời điểm thích hợp, mặc dù không phải chịu trách nhiệm trực tiếp kiểm soát lạm phát. Trong số các công việc đối với nền kinh tế, cả chính phủ lẫn kho bạc đều phải chú tâm tới cách điều tiết chu kỳ: không quá nhanh và không quá chậm.

Công cụ chính của chính phủ để điều tiết chu kỳ kinh tế là các chính sách tài khóa, được định nghĩa là các hành động chủ yếu liên quan đến thuế và tiêu dùng. Do vậy, khi chính phủ muốn khuyến khích nền kinh tế của quốc gia tăng trưởng, họ có thể cắt giảm thuế, tăng chi tiêu chính phủ và thậm chí có thể phân phối lại séc, nhằm tạo ra thêm lượng tiền lưu thông sẵn có để tiêu dùng và đầu tư. Mặt khác, khi chính phủ nghĩ rằng nền kinh tế đang phát triển quá nhanh và có thể dẫn tới rủi ro tăng trưởng nóng, khiến mọi thứ bị chững lại – họ có thể tăng thuế hoặc cắt giảm chi tiêu, giảm nhu cầu trong nền kinh tế và do đó, làm chậm lại các hoạt động kinh tế.

Chủ đề cuối cùng trong phần này sẽ là những vấn đề liên quan đến thâm hụt ngân sách quốc gia. Trong quá khứ, hầu hết các chính phủ đều vận hành dựa trên ngân sách cân bằng. Nói ngắn gọn, họ không thể tiêu nhiều tiền hơn số tiền mà họ thu được thông qua thuế. Nhưng sau đó, khái niệm về các khoản nợ quốc gia nổi lên, và khả năng phát sinh nợ đã dẫn đến nguy cơ thâm hụt. Trong trường hợp đó, các chính phủ chi tiêu nhiều hơn số tiền mà họ nhận được.

Dường như hồi còn trẻ, tôi từng biết có những cuộc tranh luận sôi nổi về tính đúng đắn của các nước có khoản nợ quốc gia, nhưng chúng ta không còn thấy nhiều phản đối về vấn đề này nữa. Nhìn chung, ta chấp nhận rằng các quốc gia có thể nợ tiền, mặc dù thỉnh thoảng vẫn có thắc mắc là nợ bao nhiêu thì an toàn. Câu trả lời về cơ bản chắc là "không nợ nhiều hơn quá mức chúng ta nợ bây giờ".

Lý thuyết kinh tế được John Maynard Keynes áp dụng trong những năm 1930 tập trung rất nhiều vào vai trò của chính phủ

đối với các chu kỳ. Những nền kinh tế theo thuyết này nhấn mạnh vào vai trò của tổng chi tiêu chính phủ trong việc xác định mức GDP, ngược lại với cách tiếp cận trước đó là tập trung vào vai trò của cung ứng hàng hóa. Keynes cho rằng chính phủ nên quản lý chu kỳ kinh tế bằng cách tác động đến nhu cầu. Điều này có thể thực hiện được thông qua việc sử dụng các công cụ tài khóa, bao gồm cả sự thâm hụt.

Keynes cho rằng các chính phủ cần hỗ trợ nền kinh tế đang trong tình trạng suy yếu thông qua kích thích nhu cầu bằng cách để ngân sách thâm hụt. Khi chi tiêu của chính phủ vượt quá thu nhập của nó (điều chủ yếu đến từ thuế), tức là chính phủ đang bơm tiền vào nền kinh tế. Điều này khuyến khích mua sắm và đầu tư. Sự thâm hụt là yếu tố kích cầu, do vậy Keynes xem chúng là một công cụ hữu ích để giải quyết nền kinh tế yếu kém.

Mặt khác, khi nền kinh tế đang trong tình trạng khỏe mạnh, Keynes cho rằng chính phủ nên để ngân sách thặng dư, tức là chi tiêu ít hơn so với những gì nhận được. Điều này cắt giảm bớt tiền khỏi nền kinh tế, kìm hãm chi tiêu và đầu tư. Sự thặng dư là phương pháp giảm ngân sách và là một phản ứng phù hợp khi đương đầu với sự bùng nổ. Tuy nhiên, sử dụng công cụ thặng dư để hạ nhiệt một nền kinh tế đang đà tăng trưởng là điều ít xuất hiện ngày nay. Không ai muốn trở thành một kẻ tẻ nhạt khi bữa tiệc đang diễn ra náo nhiệt. Và chi tiêu ít hơn những gì bạn nhận được sẽ khiến chính phủ ít nhận được phiếu ủng hộ hơn so với những chương trình chi tiêu một cách hào phóng. Do vậy, thặng dư đã trở nên hiếm hoi, tựa như những chiếc roi quất lỗi thời hồi ta còn đi xe ngựa.



Chu kỳ kinh tế cực đoan được xem là điều không ai mong đợi. Một nền kinh tế quá mạnh có thể làm tăng lạm phát và đưa nền kinh tế lên cao đến mức không thể tránh khỏi một cuộc suy thoái. Mặt khác, một nền kinh tế quá yếu có thể khiến cho lợi nhuận của công ty sụt giảm và làm con người mất việc.

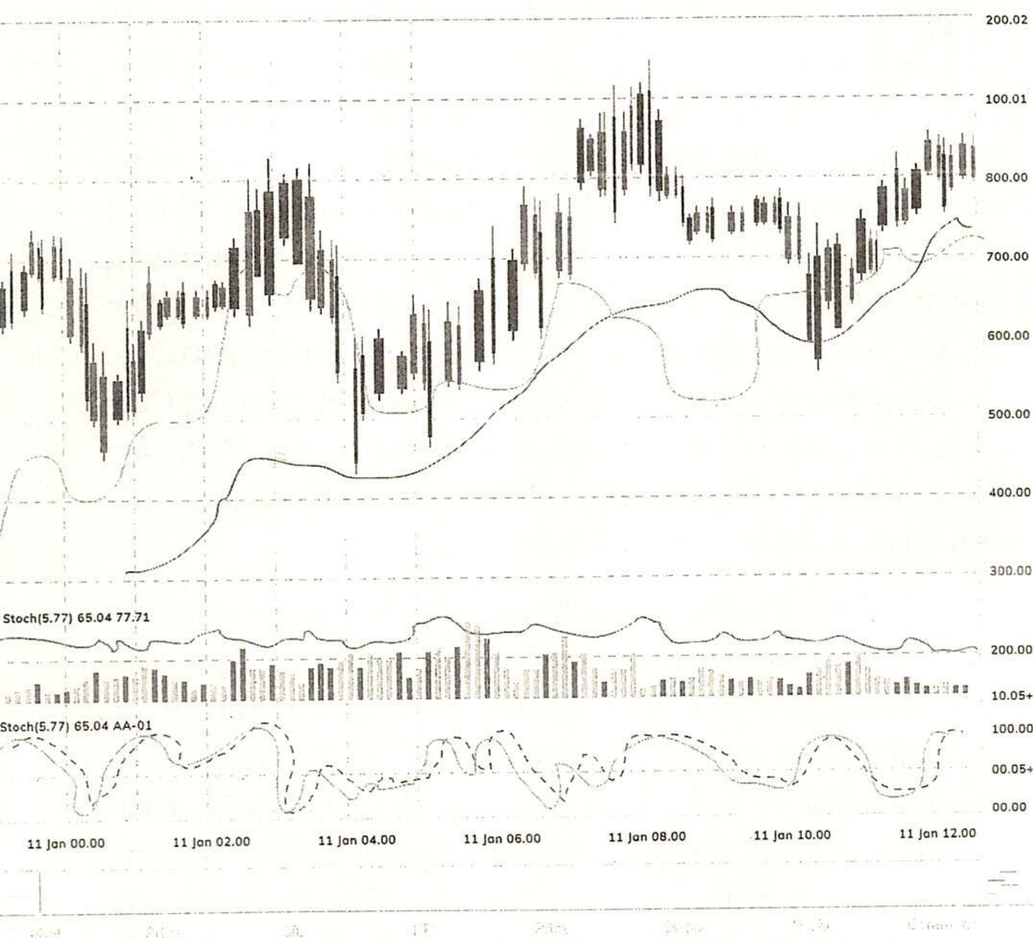
Do vậy, ngân hàng trung ương và các quan chức ở Bộ Ngân khố phải có một phần trách nhiệm trong việc quản lý chu kỳ thông qua những kỹ thuật đã được miêu tả phía trên. Bởi vì chu kỳ có thể tạo ra dao động lên hoặc xuống thái quá, các công cụ giải quyết chúng phải phản lại chu kỳ và áp dụng lên chu kỳ – lý tưởng là làm đảo ngược lại chính chu kỳ kinh tế.

Tuy nhiên, cũng giống như mọi thứ liên quan đến chu kỳ - như là biết được ta đang ở đâu và làm gì với chu kỳ - kiểm soát các công cụ này là điều không hề dễ dàng. Nếu không, chúng ta đã không phải chứng kiến các hiện tượng thái quá như trong thực tế.

00:01

6

CHU KỲ LỢI NHUẬN



1.27 65^{4} 1.27 65^{7}

Sell Buy

Quá trình để xác định lợi nhuận của một công ty luôn phức tạp và đa biến. Chu kỳ kinh kế có ảnh hưởng lớn đến doanh số của một vài công ty, nhưng có thể lại ít gây tác động hơn đối với một số công ty khác. Chủ yếu bởi sự khác biệt trong đòn bẩy hoạt động và đòn bẩy tài chính, một tỷ trọng thay đổi nhất định về doanh số sẽ có ảnh hưởng rất lớn đến lợi nhuận của một số công ty so với mức ảnh hưởng lên các công ty khác.

Ngày nay, như tôi đã đề cập, tốc độ tăng trưởng GDP thông thường của Mỹ đạt khoảng 2-3% một năm. Sự tăng trưởng có thể là 1% trong những năm chậm phát triển hoặc lên tới 4-5% trong thời gian bùng nổ (hoặc trong suốt thời gian phục hồi sau khi tăng trưởng chậm). Tốc độ tăng trưởng hằng năm thậm chí bị âm một hai phần trăm trong những thời điểm khó khăn và nếu nó ở mức âm trong hơn hai quý liên tiếp thì kinh tế rơi vào thời kỳ suy thoái. Tức là dù có biến động, nhưng sự dao động chỉ ở mức vừa phải, mức tăng trưởng GDP hằng năm của Mỹ hầu như luôn rơi vào khoảng giữa 5% và âm 2%, và thậm chí các con số cực đại/cực tiểu này cũng chỉ xuất hiện tối đa một lần trong mỗi thập kỷ.

Liệu sự ổn định trong tăng trưởng kinh tế có đồng nghĩa với lợi nhuận của các công ty cũng ổn định từ năm này qua năm khác? Không hề. Lợi nhuận của công ty có thể đạt hơn 5% tại những thời điểm thuận lợi và giảm hơn con số 2% rất nhiều vào những lúc khó khăn. Nó cũng theo một chu kỳ và bị tác động bởi chu kỳ kinh tế, nhưng so với tổng thể nền kinh tế, sự tăng hoặc giảm lợi nhuận có thể đạt biên độ lớn hơn nhiều. Do đó, lợi nhuận sẽ biến động nhiều hơn so với GDP. Câu hỏi đặt ra là tại sao lại như vậy? Những yếu tố nào là nguyên nhân gây ra sự khác biệt giữa chu kỳ kinh tế và chu kỳ lợi nhuận?

Đầu tiên, sự biến động của nền kinh tế tất nhiên rất quan trọng trong việc xác định sự tăng hoặc giảm lợi nhuận của các công ty. Hơn bất kỳ điều gì khác, sự tăng trưởng GDP có nghĩa là mức tiêu dùng tăng, do vậy nhu cầu về hàng hóa cũng trở nên mạnh mẽ hơn. Tiếp đó, khối lượng hàng hóa bán ra lớn hơn và giá bán cũng cao hơn, tạo ra nhiều công ăn việc làm với mức lương cao hơn, vì vậy mức tiêu dùng lại tăng lên nữa. Tất cả những điều này đều làm tăng doanh thu kinh doanh.

Theo định nghĩa, tổng doanh số bán hàng của tất cả các doanh nghiệp cũng chính là GDP, và chúng cùng phản ánh một tốc độ thay đổi. Nhưng điều đó không có nghĩa là tất cả các công ty đều tuân theo một kiểu mẫu giống nhau.

Doanh thu bán hàng của một vài ngành công nghiệp sẽ phản ứng với chu kỳ kinh tế, nhưng một số ngành khác thì không. Mức độ phản ứng cũng khác nhau, một số ngành chịu tác động nhiều nhưng một số ngành khác lại ít bị ảnh hưởng.

- Doanh số của các ngành sản xuất nguyên liệu thô và linh kiện sẽ phản ứng trực tiếp với chu kỳ kinh tế. Khi các công ty cùng tăng sản lượng đầu ra vào thời điểm GDP tăng trưởng, ta sẽ cần nhiều hóa chất, kim loại, nhựa, năng lượng, dây kim loại và chất bán dẫn hơn để sản xuất và ngược lại.

- Mặt khác, các nhu yếu phẩm hằng ngày như thực phẩm, các loại đồ uống và thuốc lại không phản ứng mạnh với sự thay đổi của chu kỳ kinh tế. Nhìn chung, con người tiêu thụ chúng bất kể có điều gì xảy ra với nền kinh tế (Nhưng nhu cầu sẽ không hoàn toàn ổn định: Con người sẽ cắt giảm chi tiêu trong thời kỳ khủng hoảng, họ sẽ mua các

loại thực phẩm rẻ hơn, thay vì ăn ở nhà hàng thì họ sẽ ăn ở nhà, và họ cũng sẽ tăng chi tiêu trong thời kỳ nền kinh tế thịnh vượng. Đáng buồn là với những người gặp phải khó khăn về tài chính, họ có thể phải cắt giảm cả chi tiêu cho các "nhu yếu phẩm" khi buộc phải chọn lựa giữa thực phẩm, thuốc với tiền thuê nhà).

- Nhu cầu đối với các mặt hàng tiêu dùng giá rẻ (như quần áo mặc hằng ngày, báo chí và các sản phẩm kỹ thuật số có thể tải về) sẽ không có nhiều biến động, nhưng nhu cầu về các mặt hàng xa xỉ và nhu cầu du lịch sẽ bị ảnh hưởng.

- Việc mua các mặt hàng có giá trị sử dụng lâu dài, tức "hàng hóa lâu bền" - như các cá nhân mua ô tô hay căn hộ, các doanh nghiệp mua xe tải và thiết bị nhà máy - sẽ phản ứng mạnh khi chu kỳ kinh tế thay đổi. Thứ nhất, vì sự thực rằng chúng là những sản phẩm bền vững, có thể sử dụng trong một khoảng thời gian dài, việc thay thế có thể được hoãn lại khi nền kinh tế đang suy thoái. Thứ hai, bởi vì chúng tốn khá nhiều chi phí nên ta khó lòng đủ khả năng mua chúng trong những thời điểm khó khăn, trong khi sẽ mua dễ hơn nếu kinh tế phát triển. Và thứ ba, nhìn chung các công ty cần sử dụng các loại hàng hóa này nhiều hơn khi hoạt động kinh doanh sản xuất của họ khả quan, và ít cần hơn vào thời điểm kinh doanh kém hiệu quả. Tất cả những điều trên đều khiến cho nhu cầu đối với các mặt hàng lâu bền chịu tác động mạnh bởi chu kỳ kinh tế.

- Nhu cầu về các dịch vụ thường nhật nhìn chung cũng không biến động. Nếu chúng là các dịch vụ cần thiết (như di chuyển để đi làm) và chi phí thấp (như dịch vụ cắt tóc),

những nhu cầu này sẽ không chịu tác động mạnh khi nền kinh tế thay đổi. Hơn nữa, các loại dịch vụ như vậy có thời hạn sử dụng hạn chế và không thể tích trữ được. Do đó, chúng cần phải được mua liên tục. Nhưng những nhu cầu này vẫn có thể biến đổi dựa trên các điều kiện kinh tế: Ví dụ như việc cắt tóc có thể giãn ra năm tuần làm một lần thay vì ba tuần một lần.

Ngoài ra, doanh số bán hàng của một số sản phẩm phản ứng lại với những chu kỳ khác không phải là chu kỳ kinh tế. Bởi vì các hàng hóa lâu bền có giá trị rất cao và có thể được thanh toán dần trong suốt thời hạn sử dụng chúng, nhu cầu đối với các loại hàng hóa này có thể tăng hoặc giảm (các yếu tố khác giữ nguyên) nếu chu kỳ tín dụng khiến việc cấp vốn không ổn định. Ngoài ra, một số sản phẩm khác sẽ bị tác động bởi sự phát triển không theo chu kỳ. Ví dụ như đối với các loại điện thoại di động và máy tính xách tay mới, nhu cầu về các sản phẩm này sẽ bị ảnh hưởng bởi sự giảm giá, việc giới thiệu các sản phẩm mới và sự cải tiến trong công nghệ.

Tuy nhiên, trong hầu hết trường hợp, sự phát triển kinh tế chi phối quá trình tạo ra doanh thu. Doanh thu nhìn chung sẽ tăng mạnh trong thời kỳ tăng trưởng GDP mạnh mẽ và tăng ít hơn (hoặc giảm đi) khi mức tăng GDP giảm.



Sự tăng trưởng kinh tế và sự tăng trưởng lợi nhuận không hoàn toàn liên quan tới nhau. Đó là vì sự chuyển động của chu kỳ kinh tế không phải điều duy nhất ảnh hưởng đến doanh thu (như vừa nói ở phần trước) và cũng do sự thay đổi doanh thu

không nhất thiết dẫn đến sự thay đổi trong lợi nhuận. Một trong những lý do chính dẫn tới ý thứ hai là hầu hết các doanh nghiệp đều thể hiện đặc trưng của họ thông qua hai loại đòn bẩy. Đây là các yếu tố có thể khuếch đại mức tác động của doanh thu đến lợi nhuận. Ý nghĩa của "đòn bẩy" có thể được hiểu rõ hơn qua một từ nghĩa tương đương: "sang số"[1].

Đầu tiên, các công ty chịu tác động của đòn bẩy hoạt động. Lợi nhuận được tính bằng doanh thu trừ đi chi phí (hoặc phí tổn). Doanh thu là kết quả của việc bán hàng và chúng ta biết rằng doanh số bán hàng sẽ dao động vì nhiều lý do khác nhau. Các loại chi phí do vậy cũng thay đổi theo nhiều cách khác nhau, đặc biệt là phản ứng với sự thay đổi của doanh số bán hàng.

Phần lớn các công ty có một vài loại chi phí như chi phí cố định, chi phí bán cố định và chi phí biến đổi. Lấy ví dụ về một công ty taxi:

- Công ty có trụ sở chính ở trong một tòa văn phòng, dù số lượng hành khách cần vận chuyển có tăng lên một chút, công ty vẫn không cần phải mở rộng không gian văn phòng. Đây là một ví dụ của chi phí cố định.
- Công ty có một đội taxi. Đội taxi hiện tại có thể đáp ứng nếu nhu cầu hành khách cần vận chuyển chỉ tăng lên ở mức vừa phải, nhưng nếu số lượng chuyến đi tăng lên đáng kể, công ty có thể phải mua thêm xe taxi. Do đó, chi phí mua thêm xe là chi phí bán cố định.
- Xe taxi của công ty chạy bằng xăng. Nếu công ty mở rộng kinh doanh, xe taxi của công ty sẽ phải chạy thêm

[1] Từ gốc là "gearing", có ý nghĩa tương tự hành động thay đổi số ở động cơ xe để di chuyển hiệu quả hơn.

x% quãng đường nữa, và lượng tiêu thụ xăng có thể tăng cũng theo một lượng tương ứng là x%. Do vậy, chi phí xăng đối với công ty taxi là chi phí biến đổi.

Tóm lại là nếu nhu cầu vận chuyển hành khách của công ty tăng thêm 20% (và do vậy doanh thu cũng tăng thêm tương ứng), thì chi phí cho văn phòng sẽ không đổi; chi phí mua thêm taxi ban đầu có thể không tăng, nhưng có thể tăng sau đó; và chi phí của công ty dành cho nhiên liệu sẽ tăng ngay lập tức và với tỷ lệ tương ứng. Do đó, tổng chi phí của công ty taxi sẽ tăng, khi lượng hành khách cần vận chuyển tăng, nhưng thường vẫn ít hơn so với doanh thu. Điều này dẫn đến lợi nhuận cận biên sẽ tăng, có nghĩa là mức tăng lợi nhuận hoạt động sẽ lớn hơn so với mức tăng doanh số: đó chính là đòn bẩy hoạt động. Nhìn chung, đòn bẩy hoạt động sẽ cao hơn khi công ty có tỷ lệ phần trăm chi phí cố định lớn, và thấp hơn khi công ty có tỷ trọng chi phí biến đổi cao.

Đòn bẩy hoạt động rất khả quan đối với công ty khi nền kinh tế phát triển và doanh số tăng. Nhưng khi điều ngược lại xảy ra, tình hình sẽ chẳng mấy tốt đẹp: lợi nhuận có thể giảm nhiều hơn so với doanh số và nếu tình cảnh xấu xảy ra, lợi nhuận có thể trở thành lỗ. Tuy nhiên, công ty có thể tiến hành các giải pháp để hạn chế sự ảnh hưởng đến lợi nhuận khi doanh số giảm. Những giải pháp này bao gồm việc sa thải nhân viên và đóng cửa bớt các cửa hàng. Nhưng (a) các giải pháp kinh tế thường cần một khoảng thời gian để có tác dụng; (b) chúng đôi lúc làm tăng chi phí trong ngắn hạn bởi công ty phải trả tiền bồi thường cho nhân viên; (c) các giải pháp nhìn chung có thể hạn chế được sự ảnh hưởng tiêu cực nhưng không thể loại bỏ hoàn toàn và (d) chúng hiếm khi hoạt động được tốt như dự kiến.

Loại đòn bẩy thứ hai tác động đến phần lớn các công ty là đòn bẩy tài chính. Chúng ta cùng giả sử lợi nhuận hoạt động của một công ty giảm 1.000 đô la (hoặc 33%), từ 3.000 đô la xuống còn 2.000 đô la. Nếu 30.000 đô la tiền vốn cần có của công ty được lấy hoàn toàn từ vốn chủ sở hữu, có nghĩa là công ty không có bất kỳ khoản vay vốn nào và không phải thanh toán lãi suất, thì sự sụt giảm lợi nhuận sẽ tác động thẳng tới thu nhập ròng – yếu tố chủ chốt nhất – của công ty. Và thu nhập ròng đó cũng sẽ giảm 33%.

Nhưng phần lớn vốn của các công ty là sự kết hợp giữa vốn chủ sở hữu và vốn vay. Chủ nợ có vị thế cao hơn so với các nhà đầu tư vốn chủ sở hữu, những người đứng ở vị trí "tổn thất đầu tiên". Nó có nghĩa là những người nắm giữ vốn chủ sở hữu sẽ phải hứng chịu mọi sụt giảm về lợi nhuận và mọi khoản thua lỗ, cho đến khi vốn chủ sở hữu bị xóa sạch - tại thời điểm đó tất cả các khoản thua lỗ lớn hơn nữa sẽ đánh vào chủ nợ. Miễn là vốn chủ sở hữu của công ty vẫn còn thì những gì chủ nợ đạt được sẽ không thay đổi. Họ chỉ đơn thuần nhận về các khoản lãi mà họ đã được hứa hẹn. (Đó là lý do tại sao trái phiếu và giấy ghi nợ được gọi là "chứng khoán có lợi tức cố định", bởi kết quả sau cùng là không đổi.)

Hãy giả sử rằng cấu trúc vốn của công ty trong ví dụ bao gồm 15.000 đô la vay nợ (yêu cầu hàng năm phải trả lãi 1.500 đô la) và 15.000 đô la vốn chủ sở hữu. Điều đó có nghĩa là khi lợi nhuận hoạt động giảm 1.000 đô la, thu nhập ròng sẽ giảm từ 1.500 đô la (3.000 đô la lợi nhuận hoạt động trước khi trả lãi trừ đi 1.500 đô la tiền lãi) xuống còn 500 đô la (2.000 đô la trừ đi 1.500 đô la). Nói cách khác, khi lợi nhuận hoạt động giảm 33% (từ 3.000 đô la xuống còn 2.000 đô la), thu nhập ròng của công ty

này sẽ giảm 67% (từ 1.500 đô la xuống còn 500 đô la). Tác động bị khuếch đại khi sự sụt giảm lợi nhuận hoạt động ảnh hưởng tới thu nhập ròng chính là minh họa cho đòn bẩy tài chính.



Quá trình để xác định lợi nhuận của một công ty luôn phức tạp và đa biến. Chu kỳ kinh kế có ảnh hưởng lớn đến doanh số của một vài công ty, nhưng có thể lại ít gây tác động hơn đối với một số công ty khác. Chủ yếu bởi sự khác biệt trong đòn bẩy hoạt động và đòn bẩy tài chính, một tỷ trọng thay đổi nhất định về doanh số sẽ có ảnh hưởng rất lớn đến lợi nhuận của một số công ty so với mức ảnh hưởng lên các công ty khác.

Và tất nhiên, sự phát triển đặc thù có thể tạo ra những tác động đáng kể đến lợi nhuận. Chúng có thể bao gồm các quyết định quản trị về hàng tồn kho, mức độ sản xuất và vốn đầu tư; những cải tiến công nghệ (của công ty, của các đối thủ cạnh tranh trong ngành, và thậm chí của các công ty thuộc các ngành cạnh tranh – đọc thêm ở phần dưới); sự thay đổi về quy định và thuế; và kể cả sự phát triển đến từ các thành phần bên ngoài ngành hoặc thậm chí là những yếu tố nằm ngoài lĩnh vực kinh doanh như khí hậu, chiến tranh và các xu thế hiện tại. Chu kỳ kinh tế tạo ra nền tảng thay đổi cho doanh thu và lợi nhuận của các công ty, nhưng những kỳ vọng dựa trên chu kỳ có thể biến động rất lớn. Lý do chính xuất phát từ những phát triển đặc thù trên đây.

Tôi sẽ dành một vài dòng để nói về công nghệ (chứ không dành riêng một chương để nói về nó). Ngày nay ta thường dùng từ "phá vỡ", và việc các công nghệ mới có khả năng phá vỡ

những ngành công nghiệp truyền thống có thể tạo ra một sự cạnh tranh mới và hủy bỏ biên lợi nhuận hiện tại. Lấy ví dụ về ngành công nghiệp báo chí, vào những năm 1990:

- Báo chí được xem như nguồn thông tin không thể thiếu được.
- Phần lớn mọi người mua báo hằng ngày – họ có thể mua một tờ báo trên đường đi làm và mua một tờ khác trên đường về nhà – và chi phí cho việc này rất nhỏ.
- Thậm chí nếu bạn mua một tờ báo vào thứ Hai, bạn vẫn phải mua một tờ khác vào thứ Ba, không có "hạn sử dụng" hoặc tính hữu dụng lâu dài.
- Báo chí là một trong số rất ít cách mà các doanh nghiệp địa phương như rạp chiếu phim hay đại lý bán xe hơi cũ có thể tiếp cận tới khách hàng của họ. Một tờ báo từ một thành phố nhìn chung không thể cạnh tranh được với sự quảng cáo mang tính địa phương của một thành phố khác.
- Sự cạnh tranh chủ yếu đến từ những tờ báo khác, cũng như truyền hình và đài radio. Tuy nhiên, một khi một tờ báo được phát hành rộng rãi ở một thành phố, thì nó rất khó bị thay thế. Do vậy, tờ báo đó được xem như một doanh nghiệp với "bức tường hào phòng hộ" vững chắc.

Vì ta cho rằng sự kết hợp của các nhân tố trên khiến vị thế của tờ báo gần như trở nên bất khả xâm phạm, nên cổ phiếu của công ty báo chí được cho là "cổ phiếu phòng thủ", hưởng lợi từ doanh thu và lợi nhuận ổn định ở mức cao.

Ai có thể nghĩ rằng Internet và những loại hình truyền thông trực tuyến khác có thể gây ra tác động to lớn đến cơ đồ của tờ báo này trong vòng chưa đầy 20 năm? Ngày nay có rất nhiều các

công ty cạnh tranh nhau để đưa thông tin trực tiếp đến người tiêu dùng. Các tờ báo đang phải vật lộn để duy trì thị phần và lợi nhuận của mình, vì "miễn phí" đã trở thành một đặc điểm của rất nhiều khía cạnh thuộc thế giới kỹ thuật số, đánh bật mô hình kinh doanh báo chí truyền thống.

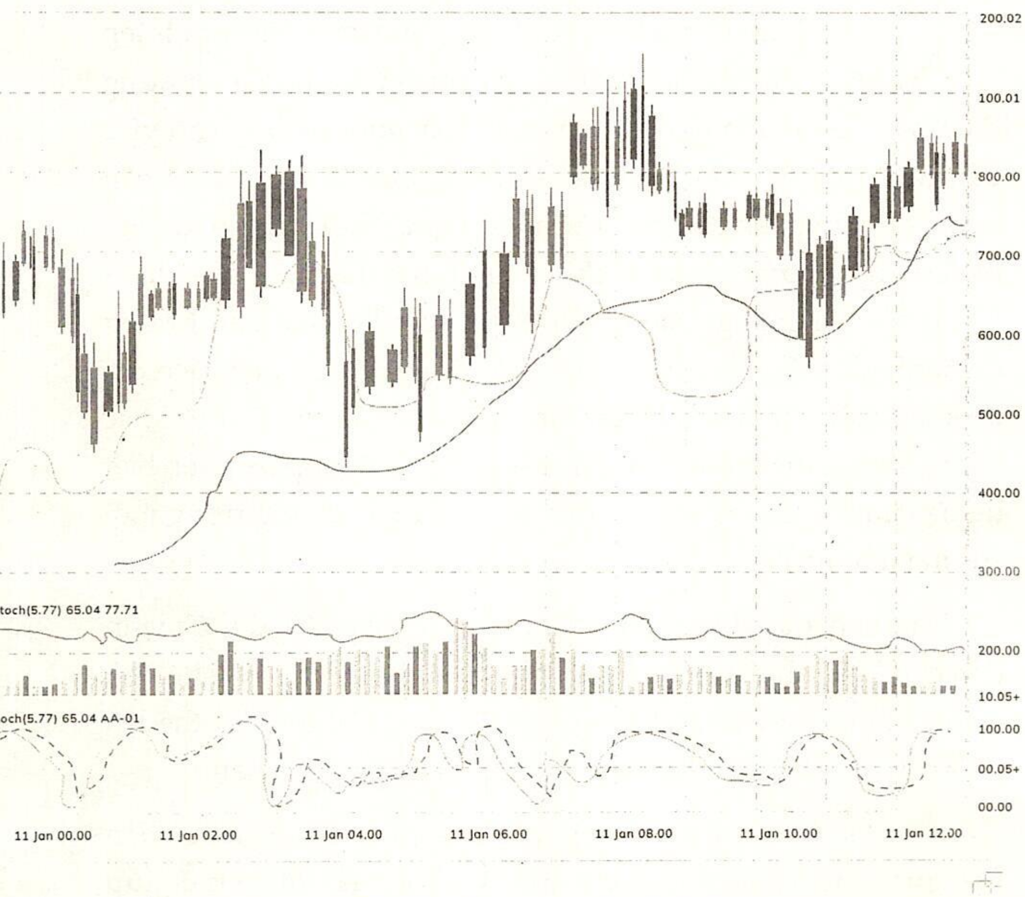
Báo chí cung cấp một ví dụ xuất sắc về khả năng của một nhân tố đặc thù trong việc tác động đến doanh số và lợi nhuận của công ty, nhân tố đặc thù đó hoàn toàn tách biệt với chu kỳ kinh tế và chu kỳ lợi nhuận truyền thống. Nhưng liệu bản thân công nghệ có tính chu kỳ không? Công nghệ được sinh ra, chúng phát triển nhanh chóng và sau đó chúng bị thay thế bởi những công nghệ mới hơn. Những cách tân có thể được thay thế nhanh chóng hơn bao giờ hết, và danh sách các ngành công nghiệp được coi là miễn nhiễm với "sự phá vỡ" đang ngày càng bị thu hẹp.

30 hoặc 40 năm trước, thế giới dường như là một nơi ổn định, cung cấp những nền tảng gần như không thay đổi cho cuộc sống, và sự phát triển kinh tế - bao gồm cả những chu kỳ - thì chống lại những nền tảng không thay đổi đó. Ngày nay, phần lớn do sự phát triển của công nghệ (cũng như các yếu tố xã hội và văn hóa), không có gì là không thay đổi. Thực tế, mọi thứ dường như đang thay đổi quá nhanh để chúng ta có thể bắt kịp.

00:01

7

SỰ DAO ĐỘNG TRONG TÂM LÝ CỦA CÁC NHÀ ĐẦU TƯ



1.27 65 4

1.27 65 7

Sell

Buy

Trong kinh doanh, những chu kỳ tài chính và chu kỳ thị trường khi thì đi lên quá mức, khi lại đi xuống quá mức. Chúng là kết quả của những dao động quá đà trong tâm lý. Vì vậy, việc hiểu và cảnh giác trước những thay đổi thái quá là một trong những yêu cầu đầu tiên để tránh khỏi những tác hại từ các cực điểm mang tính chu kỳ, và hy vọng là ta có thể thu lại lợi nhuận từ chúng.

Cho đến lúc này, chúng ta đã thảo luận về chu kỳ kinh tế, nỗ lực của chính phủ trong việc can thiệp vào chu kỳ kinh tế, và chu kỳ lợi nhuận. Những điều này có thể mang đến nền tảng hoặc môi trường cho việc đầu tư ở quy mô lớn. Và chúng dường như là các yếu tố bên ngoài tác động đến đầu tư – tức những quá trình độc lập tự thân hoạt động. Nhưng bất kỳ ai cho rằng những điều này hoạt động "ổn định" và chúng toàn quyền kiểm soát kết quả đầu tư đều đã đánh giá thấp vai trò của tâm lý hoặc cảm xúc – một cách nói khác của tôi. (Tâm lý và cảm xúc chắc chắn là các yếu tố khác nhau, nhưng tôi không tìm thấy cách nào thích hợp để phân biệt nghĩa của hai từ này khi xét đến tác động của chúng trong môi trường đầu tư.)

Đầu tiên, dao động trong cảm xúc/tâm lý có tác động mạnh đến chu kỳ kinh tế và chu kỳ lợi nhuận của các công ty. Thứ hai, chúng đóng vai trò nổi bật trong việc tạo ra những xu thế lên xuống trong thế giới đầu tư – đặc biệt là trong ngắn hạn.

Như tôi đã lưu ý ở chương I, không có sự khác biệt cơ bản nào giữa chu kỳ và dao động quả lắc. Thực tế, tôi có thể giúp mọi sự dễ dàng hơn cho tất cả chúng ta khi để tiêu đề chương này là "Chu kỳ tâm lý" và khớp hiện tượng được đề cập vào một thuật ngữ nhất quán. Nhưng vì một vài lý do không rõ

ràng nên tôi đã lần đầu giới thiệu khái niệm "dao động quả lắc" trong cảm xúc/tâm lý vào báo cáo thứ hai mà tôi gửi đến khách hàng, nó có tên "Hiệu suất quý một" (tháng 4 năm 1991). Và trong 26 năm qua, tôi cũng không tìm ra lý do nào để không sử dụng nó, nên tôi sẽ tiếp tục cách viết như vậy trong cuốn sách này.

Để giới thiệu dao động quả lắc, tôi sẽ trích dẫn một số nội dung mà tôi đã viết năm 1991:

> Sự thay đổi của tình hình thị trường chứng khoán giống như sự chuyển động của quả lắc. Dù điểm chính giữa của một cung chuyển động mô tả chính xác nhất vị trí "trung bình" của quả lắc, nhưng thực tế quả lắc chỉ ở vị trí đó trong thời gian rất ngắn. Thay vì ở đây, phần lớn thời gian nó luôn dao động hướng về hoặc tách xa các điểm cực của cung chuyển động. Nhưng bất cứ khi nào quả lắc đến gần một trong hai điểm cực, nó sẽ không thể không quay lại về điểm chính giữa dù sớm hay muộn. Thực tế, chính sự chuyển động về một điểm cực đã cung cấp năng lượng để quả lắc quay về điểm giữa.
>
> Thị trường đầu tư vận động giống như quả lắc dao động:
>
> - giữa thời điểm hưng phấn và thời điểm trầm lặng
> - giữa ăn mừng những phát triển tích cực và ám ảnh về những vấn đề tiêu cực, và do đó dẫn đến dao động…
> - giữa định giá quá cao và định giá quá thấp.
>
> Chính sự dao động này là một trong những đặc trưng của thế giới đầu tư, và tâm lý của các nhà đầu tư dường như luôn hướng về các điểm cực thay vì duy trì ở mức "cân bằng giữa hai thái cực".

Tôi đã nhắc lại chủ đề này trong bài "Tất cả đều ổn thỏa" (tháng 7 năm 2007). Trước khi tiếp tục đi đến những vấn đề mới, tôi liệt kê lại sáu đặc điểm bổ sung về sự chuyển động của quả lắc. Nó dao động:

- giữa tham lam và sợ hãi
- giữa lạc quan và bi quan
- giữa chấp nhận rủi ro và đề phòng rủi ro
- giữa tin tưởng và hoài nghi
- giữa niềm tin vào giá trị trong tương lai với sự khẳng định giá trị cụ thể ở hiện tại
- giữa vội vàng mua vào và hoảng loạn bán ra.

> Tôi đặc biệt thấy thú vị khi nhận ra mức độ liên quan đến nhau của các thái cực được liệt kê ở trên. Khi một thị trường tăng mạnh trong một thời gian, chúng ta sẽ thấy được vế đầu tiên của chín yếu tố này. Và khi thị trường giảm, chúng ta sẽ thấy được vế thứ hai của tất cả các yếu tố liệt kê ở trên. Hiếm khi chúng ta thấy sự pha trộn của hai vế thuộc một dao động, bởi các vế trong dao động có mối liên hệ nhân quả với nhau, tức vế này sẽ khiến vế còn lại phát sinh.

Rất nhiều nội dung tôi đã viết sau đó về quả lắc có liên quan trực tiếp tới những vấn đề mà tôi đã đề cập về chu kỳ ở chương I. Có một dao động hướng về một trong hai điểm cực; sau khi lên tới cực điểm, dao động không thể vượt quá nó; và rồi dao động tiếp tục trở về điểm giữa, nó được cung cấp năng lượng bởi sự đổi chiều của động lượng. Có thể nói rằng quả lắc cũng có xu hướng tiến về điểm trung bình, hay còn gọi là điểm giữa, nhưng – cũng giống như phần lớn các chu kỳ – nó thường xuyên chuyển động vượt qua điểm giữa và hướng về phía điểm cực đối diện.



Tại sao vấn đề quả lắc lại quan trọng đến vậy? Xét về bản chất, việc chu kỳ có xu hướng đi lên hoặc đi xuống quá mạnh phần lớn đến từ – và đại diện cho – những hành động chịu tác động thái quá của tâm lý.

- Tốc độ tăng trưởng sản lượng đầu ra của nền kinh tế và lợi nhuận của các công ty tuân theo một đồ thị xu hướng có tính vừa phải. Khi các quyết định mang tính chu kỳ của những người tham gia khiến tốc độ này tăng nhanh một cách bất thường (trừ thời điểm phục hồi sau suy thoái), nó thường đại diện cho một sự lạc quan thái quá và sau đó mọi thứ sẽ lại sụt giảm.
- Tương tự như vậy, có vẻ hợp lý rằng, trong dài hạn, cổ phiếu nhìn chung nên đem lại lợi nhuận phù hợp với lượng cổ tức của nó cộng với lợi nhuận công ty (lợi nhuận này tuân theo đồ thị tăng trưởng), hoặc mức tăng lợi nhuận là một số nào đó trong khoảng từ 5 tới 9. Khi cổ phiếu tạo ra lợi nhuận nhiều hơn mức trên trong một khoảng thời gian, thì lợi nhuận này có khả năng đã vượt mức – chúng "vay" lợi nhuận của tương lai và do đó khiến cho cổ phiếu trở nên rủi ro – có nghĩa là sắp tới sẽ có một sự điều chỉnh giảm xuống.

Trong kinh doanh, những chu kỳ tài chính và chu kỳ thị trường khi thì đi lên quá mức, khi lại đi xuống quá mức. Chúng là kết quả của những dao động quả lắc quá đà trong tâm lý. Vì vậy, việc hiểu và cảnh giác trước những thay đổi thái quá là một

trong những yêu cầu đầu tiên để tránh khỏi những tác hại từ các cực điểm mang tính chu kỳ, và hy vọng là ta có thể thu lại lợi nhuận từ chúng.

Những tiêu chuẩn về sự tăng trưởng và sự định giá có thể hiểu là "đúng đắn" và "lành mạnh". Và nếu các nhà đầu tư xây dựng các hành vi của họ xung quanh các tiêu chuẩn này - thay vì nuôi hy vọng đạt được nhiều hơn và cuối cùng lại khiến kết quả sụt giảm - thì thế giới sẽ trở nên ổn định hơn, bớt náo động và ít xảy ra sai lầm hơn. Nhưng đó lại không phải bản chất của vạn vật trên đời.

Tôi đã đề cập đến việc không thể áp dụng các tiêu chuẩn trong "Điểm cân bằng giữa hai thái cực" (đăng từ tháng 7 năm 2004, nhưng dùng những dữ liệu được cập nhật của năm 2016):

> Tóm lại, sự dao động trong thái độ và hành vi khi kết hợp lại đã khiến cho thị trường cổ phiếu trở thành một quả lắc. Trong 47 năm làm việc trong ngành đầu tư của tôi, bắt đầu từ năm 1970, lợi suất hằng năm của S&P 500 đã dao động từ dương 37% xuống âm 37%. Tính trung bình kể cả những năm tốt và những năm xấu, thì lợi suất trong dài hạn là khoảng 10%. Mọi người vẫn luôn vui vẻ với hiệu suất này và sẽ còn vui vẻ hơn nữa nếu con số trên tăng thêm.
>
> Nhưng nhớ rằng, dù xét "trung bình", dao động của quả lắc có thể ở điểm chính giữa, thực tế là nó chỉ ở vị trí đó trong thời gian rất ngắn. Điều tương tự cũng đúng với hiệu suất của thị trường tài chính. Đây là một câu hỏi khá thú vị (và là một ví dụ điển hình): Bao nhiêu lần trong 47 năm từ 1970 đến 2016, tỷ suất lợi nhuận hằng năm của S&P 500 nằm ở mức chênh lệch 2% so với "thông thường" – tức là nó nằm giữa khoảng 8% và 12%?

Tôi đoán câu trả lời là "không thường xuyên lắm", nhưng tôi đã rất ngạc nhiên khi biết rằng nó chỉ xảy ra đúng 3 lần! Tôi cũng ngạc nhiên khi nhận ra rằng lợi suất từng cách xa hơn 20% điểm so với mức thông thường – có thể tăng hơn 30% hoặc giảm hơn 10% - trong khoảng hơn một phần tư quãng 47 năm: Cụ thể là 13 lần trong tổng số 47 năm. Vì vậy, có thể nói một điều tuyệt đối về hiệu suất của thị trường chứng khoán như sau: Mức trung bình chắc chắn không được coi là tiêu chuẩn. Mức độ dao động của thị trường khó lòng được giải thích đầy đủ khi chỉ dựa trên sự thay đổi giá trị của các công ty, các ngành công nghiệp và các nền kinh tế. Chúng phần lớn phải chịu tác động bởi sự thay đổi tâm trạng của các nhà đầu tư.

Cuối cùng, những thời điểm lợi suất đạt đến điểm cực không phân phối ngẫu nhiên qua các năm. Thay vào đó, chúng tụ lại thành đợt, do thực tế là sự dao động tâm lý của các nhà đầu tư có xu hướng kéo dài trong một thời gian. Nói theo Herb Stein, chúng thường có xu hướng cứ diễn ra cho đến khi dừng hẳn. Hầu hết 13 lần đi tới cực tăng hoặc giảm ở trên đều diễn ra trong vòng một hoặc hai năm kể từ khi có một năm nào đó hiệu suất cũng đạt cực theo hướng như vậy.

Chúng ta sẽ thử nêu một ví dụ về tác động thực tế của quả lắc.

Một trong những câu được nhắc đến nhiều nhất về thị trường là "thị trường dao động giữa tham lam và sợ hãi". Lý do cơ bản là vì *con người* luôn bị dao động giữa lòng tham và nỗi sợ. Hay nói cách khác, ở một số thời điểm con người cảm thấy đầy hy vọng và mong đợi những điều tốt đẹp, khi đó họ trở nên tham lam và cố gắng kiếm thật nhiều tiền. Lòng tham khiến họ tranh nhau đầu tư và sự cạnh tranh này khiến cho thị trường bị đẩy lên và cổ phiếu được định giá cao.

Nhưng tại một số thời điểm khác, họ cảm thấy bất ổn và những kỳ vọng của họ chuyển sang tiêu cực. Trong trường hợp này, nỗi sợ hãi xâm chiếm họ. Thay vì hào hứng kiếm tiền, họ lo lắng sẽ bị thua lỗ. Đó là nguyên nhân khiến họ đắn đo khi quyết định mua nhưng lại đua nhau bán ra, đẩy giá cổ phiếu xuống thấp. Khi ở trong "tình trạng sợ hãi", cảm xúc của con người khiến thị trường phải chịu đựng những tác động tiêu cực.

Dưới đây là một phần thảo luận của tôi về sự dao động giữa lòng tham và sợ hãi, trích từ "Điểm cân bằng giữa hai thái cực" (tháng 7 năm 2004):

> Khi tôi còn là một nhà phân tích mới vào nghề, tôi đã nghe rất nhiều lần câu nói: "Thị trường cổ phiếu bị chi phối bởi lòng tham và nỗi sợ hãi". Khi môi trường của thị trường ở trạng thái cân bằng lành mạnh, một cuộc chiến giằng co xảy ra giữa những người lạc quan có xu hướng đầu tư với những người bi quan tìm mọi cách để tránh thua lỗ. Những người lạc quan muốn mua cổ phiếu, kể cả khi họ phải trả giá cao hơn một chút so với giá đóng cửa ngày hôm qua và những người bi quan thường muốn bán cổ phiếu thậm chí nếu nó đang xuống giá.
>
> Thị trường sẽ không biến chuyển, bởi vì cảm xúc của cuộc chiến này được chia đều cho mọi người. Và mọi người – hay cảm xúc – ở hai đầu sợi dây lại có trọng lượng bằng nhau. Những người lạc quan có thể chiếm ưu thế trong một thời gian nhưng khi cổ phiếu được đẩy giá lên, chúng có giá trị cao hơn và những người bi quan lại nắm chủ động rồi bán chúng…
>
> Tuy nhiên, vào thời mới đi làm, tôi không mất nhiều thời gian để nhận ra rằng thị trường thường xuyên bị chi phối bởi lòng tham *hoặc* nỗi sợ hãi. Ở một số thời điểm quan trọng, một số lượng lớn nhà đầu tư đã rời khỏi đầu dây bên này để chuyển sang đầu dây bên kia. Dù lòng tham hay nỗi sợ hãi thống trị,

chúng đều khiến thị trường dịch chuyển một cách đáng kể. Ví dụ: Khi chỉ có lòng tham mà không có nỗi sợ hãi, mọi người muốn mua nhưng không ai muốn bán, và chỉ thiểu số người có thể nhận ra những lý do tại sao giá cổ phiếu lại không nên tăng. Và rồi giá cổ phiếu đã tăng – thường là tăng vọt và không được kiểm soát rõ ràng.

Rõ ràng đó là những gì đã xảy ra với các cổ phiếu công nghệ vào năm 1999. Lòng tham chính là đặc điểm thống trị thị trường. Những người không tham gia buộc phải chứng kiến người khác trở nên giàu có. "Những nhà đầu tư thận trọng" cảm giác mình như những kẻ ngu ngốc. Những người mua đang khiến thị trường đó chuyển dịch không hề sợ hãi. Lời kêu gọi đầu tư lúc ấy là: "Có một kiểu đầu tư mới! Hãy lên tàu trước khi bạn bị lỡ chuyến! Và nhân đây, giá cổ phiếu mà tôi mua vào đây chưa thể lên tới đỉnh đâu, vì thị trường sẽ luôn luôn ngon lành". Mọi người đều nghĩ chu kỳ tạo lợi thế cho cổ phiếu công nghệ sẽ không thể kết thúc.

Nhưng cuối cùng có thứ gì đó đã thay đổi. Nó có thể là một chướng ngại vật đã thành hiện thực, có thể là một công ty uy tín thông báo gặp phải sự cố, có thể là một yếu tố bên ngoài nào đó đã can thiệp. Giá cũng có thể sụt giảm vì sức nặng của chính nó, hoặc sụt giảm do tâm lý xuống dốc mà không có một nguyên nhân rõ ràng. Chắc chắn không ai trong số những người tôi biết có thể nói chính xác điều gì đã phá vỡ bong bóng cổ phiếu công nghệ vào năm 2000. Nhưng bằng cách nào đó, lòng tham đã bốc hơi và nỗi sợ hãi lan tràn khắp chốn. "Mua trước khi bạn bỏ lỡ" đã bị thay thế thành "Bán trước khi nó về không".

Và do đó, nỗi sợ hãi ngày càng tăng lên. Mọi người không còn lo lắng sẽ bỏ lỡ cơ hội, họ lo lắng về nguy cơ mất tiền. Sự hưng phấn một cách vô lý được thay thế bởi một sự thận trọng quá

mức. Trong khi vào năm 1999, những dự báo tích cực trên trời về thập kỷ mới sắp tới được hưởng ứng nồng nhiệt thì vào năm 2002, các nhà đầu tư bị mắc kẹt bởi những vụ bê bối của các công ty lại phát biểu "Tôi sẽ không bao giờ tin các nhà quản lý công ty một lần nào nữa" và "Làm thế nào để tôi có thể chắc chắn mọi báo cáo tài chính đều chính xác?". Do đó, gần như không ai muốn mua trái phiếu của các công ty liên quan đến những bê bối này và giá của chúng xuống tới mức như cho. Chính những cực hạn trong chu kỳ nỗi sợ hãi và lòng tham đã sinh ra những khoản lợi nhuận đầu tư lớn nhất, điều này đã được chứng minh ở những cổ phiếu của các công ty sắp phá sản trong năm 2003.

"Lòng tham/Nỗi sợ" diễn ra liên tục, là tâm lý/cảm xúc hiển nhiên nhất trong dao động của nhà đầu tư, và theo nhiều cách, chúng cũng là điều minh họa rõ nhất. Những dao động cảm xúc và tâm lý quan trọng khác là gì? Hầu hết chúng hoạt động theo cách tương tự như quả lắc lòng tham/nỗi sợ và đây không phải là trùng hợp ngẫu nhiên. Có rất nhiều thông số có mối tương quan với nhau. Dưới đây là một vài ví dụ.

Liền sau dao động giữa lòng tham và nỗi sợ là dao động giữa sự hưng phấn và trầm lắng. Như đã mô tả trước đó, chưa chắc những sự kiện tích cực đã làm tăng lòng tham của con người. Thay vì vậy, những sự kiện này thường khiến con người trở nên hưng phấn, xui khiến lòng tham trở nên mạnh mẽ hơn (ngược lại với các sự kiện tiêu cực khiến ta trầm lắng và sợ hãi). Sự hưng phấn và trầm lắng là những cảm xúc cơ bản sinh ra những dao động diễn ra sau chúng.

Các nhà đầu tư hưng phấn thường rất hào hứng với những phát triển ở hiện tại cùng những điều có thể phát sinh trong

tương lai, và điều này có thể làm mạnh thêm sự chắc chắn và kỳ vọng của họ vào lợi nhuận. Mặt khác, những nhà đầu tư trầm lắng khó có thể đủ tích cực để trở nên tham lam. Nếu bạn nghĩ về nó, sự hưng phấn thường không đi kèm với sợ hãi và sự trầm lắng thường không đi kèm với lòng tham.

Tương tự, các nhà đầu tư cũng dao động giữa lạc quan và bi quan. Các sự kiện tích cực nhìn chung tạo ra kỳ vọng là sẽ có những sự kiện tích cực khác nữa và tạo ra kết quả tích cực... Trạng thái này là sự lạc quan. Lạc quan là cơ sở hình thành nên sự tham lam. Thật vô lý khi cho rằng mọi người có thể trở nên tham lam và đầu tư nhiều hơn nếu kỳ vọng của họ lại có tính tiêu cực. Rõ ràng là sự lạc quan và bi quan sẽ thúc đẩy những cảm xúc khác nhau và gây ảnh hưởng đến hành vi.



Hiện tượng tiếp theo mà tôi muốn nhắc đến là xu hướng dao động của các nhà đầu tư giữa tin tưởng và hoài nghi, những dao động giữa niềm tin vào giá trị trong tương lai với sự khẳng định giá trị cụ thể ở hiện tại.

Đôi khi – thường là vào lúc mọi thứ trên thế giới diễn ra tốt đẹp và giá cổ phiếu tăng – các nhà đầu tư sẵn lòng "nuốt trọn" những câu chuyện tin tưởng vào sự phát triển trong tương lai, chấp nhận mua những cổ phiếu được định giá cao và không nề hà rủi ro lớn. Nhưng khi tình hình tồi tệ hơn, họ lại dễ dàng có khả năng chối bỏ cả những dự đoán hợp lý và không chịu mua vào, phần lớn bởi vì giá cổ phiếu đang sụt giảm (mặc dù khả năng cao là cổ phiếu đang có giá rẻ).

Một số nhà đầu tư dành thời gian nghiên cứu kỹ càng để xác định thu nhập năm nay của mình và mức phát triển của nó trong thời gian tới. Một số người khác cố gắng định giá bất động sản, tài sản trí tuệ và lợi thế kinh doanh (và dự đoán giá mà các nhà đầu tư khác sẵn sàng trả). Và còn một số người khác thì cố gắng suy luận ra giá trị đằng sau các vụ sáp nhập và mua lại, những lần tái cấu trúc bảng cân đối tài sản và các thương vụ giao dịch khi công ty tư trở thành công ty đại chúng. Trong tất cả các cách này và nhiều cách khác nữa, công việc của những người trong giới đầu tư là dự đoán tương lai và định giá cho nó.

Tôi sẽ đưa ra một ví dụ cụ thể: Vào những năm 2000-2001, quỹ mua cổ phiếu xấu[1] của chúng tôi đầu tư hàng trăm triệu đô la vào các công ty viễn thông đã phá sản. Trong từng trường hợp, giá mua phản ánh giá trị của công ty, nhưng đó chỉ là một phần nhỏ trong số tiền đã được công ty đầu tư vào tài sản cố định như thiết bị chuyển mạch hoặc cáp quang. Nếu chúng tôi có thể bán lại những thiết bị này với tỷ trọng giá cao hơn so với giá chúng tôi đã trả, thì vụ đầu tư sẽ tạo ra lợi nhuận.

Đợt bán đầu tiên diễn ra thuận lợi và chúng tôi đã nhanh chóng bán được 50%. Nhưng ngay sau đó, mọi người ngừng trả giá mua các tài sản này. Dù đối tác mà chúng tôi đã bán đi công ty đầu tiên nghĩ rằng anh ấy đã nhận được một món hời, nhưng ở những trường hợp sau đó, những người mua nhận ra rằng các tài sản này đang trong tình trạng thừa cung. Và điều đó dẫn dắt tôi tới quan điểm của mình. Vào năm 1999, các nhà đầu tư chấp nhận giá trị dự đoán màu hồng của các công ty viễn thông và họ sẵn sàng trả giá liền tay cho những tiềm năng đó. Nhưng vào năm 2001, họ đã thấy những tiềm năng gần như trống rỗng

[1] Từ gốc "distressed debt", có thể hiểu là nợ xấu, hoặc cổ phiếu xấu, hay cổ phiếu của các công ty đã phá sản/trên bờ vực phá sản.

và sẽ không trả một xu nào cho nó, vì ngành công nghiệp đã quá thừa cung và không ai có thể tin rằng sự dư thừa ấy có thể được tiêu thụ hết trong những năm họ sống trên đời. Chu kỳ mà các nhà đầu tư sẵn sàng chấp nhận giá trị cổ phiếu trong tương lai chính là một trong những chu kỳ có sức mạnh nhất.

Một phép ẩn dụ đơn giản về thị trường bất động sản đã giúp tôi hiểu ra hiện tượng này: Một tòa nhà trống không có giá bao nhiêu? Một tòa nhà trống không (a) tất nhiên có giá trị thay thế, nhưng nó (b) không đem lại doanh thu và (c) tốn kém nhiều chi phí để có thể sở hữu – dưới một số hình thức như thuế, bảo hiểm, phí bảo trì tối thiểu, các khoản trả lãi và chi phí cơ hội. Nói một cách khác, đây là một sự bòn rút tiền. Khi các nhà đầu tư ở trong trạng thái bi quan và họ không thể nhìn xa hơn một vài năm nữa, họ chỉ có thể nghĩ về những dòng tiền âm và không thể tưởng tượng rằng vào một thời điểm nào đó, tòa nhà sẽ được thuê và tạo ra lợi nhuận. Nhưng khi tâm trạng khả quan hơn và quan tâm tới những tiềm năng sẽ lên cao trong tương lai, các nhà đầu tư sẽ hình dung ra tòa nhà được lấp đầy bởi những người thuê nhà, thế là họ sẵn sàng rót tiền đầu tư lớn và do đó giá bán nhà sẽ ở mức vô cùng hấp dẫn.

Những biến động về sự sẵn lòng của các nhà đầu tư khi định giá cho những phát triển tương lai đã đại diện cho những thay đổi của chu kỳ có-tất-cả-hoặc-không-có-gì. Những dao động của chu kỳ này chứa đựng sức mạnh to lớn và không nên đánh giá thấp chúng.

("Điểm cân bằng giữa hai thái cực", tháng 7 năm 2004)

≈

Những nhà đầu tư vượt trội là những người chín chắn, có tư duy logic, khả năng phân tích, đánh giá khách quan và không xen cảm xúc vào đầu tư. Do đó, anh ấy sẽ thực hiện những phân tích kỹ lưỡng về các nền tảng đầu tư và môi trường đầu tư. Anh ta cân đo giá trị nội tại của từng tài sản đầu tư tiềm năng. Và anh ta mua chúng khi có bất kỳ mức giá nào thấp hơn giá trị nội tại lúc đó, cộng với bất kỳ lúc nào giá trị nội tại có khả năng tăng lên trong tương lai. Gộp lại với nhau, hai điều này gợi ý rằng mua vào ở mức giá hiện tại chính là một ý hay.

Để có thể làm được tất cả các điều trên, các nhà đầu tư vượt trội phải tìm được sự cân bằng giữa sợ hãi (là những lo ngại về rủi ro, không thích thua lỗ, đề phòng những điều không chắc chắn và ngẫu nhiên) và lòng tham (khát vọng, tính quyết liệt và hám lợi). Tất cả mọi người đều có cảm xúc, nhưng những nhà đầu tư vượt trội luôn giữ những yếu tố xung đột nhau này ở trạng thái cân bằng. Hai lực mạnh ngang nhau dẫn đến những hành động có trách nhiệm, khôn ngoan và ổn định.

Nhưng những điều quan trọng ở đây là:

- Rất ít người duy trì được sự ổn định và không bị cảm xúc chi phối.
- Vì lý do này, rất ít nhà đầu tư có thể đi đến điểm chính giữa để cân bằng giữa lòng tham và nỗi sợ – và ở nguyên tại vị trí đó – khi những phát triển tích cực hơn hoặc tiêu cực hơn xảy ra.
- Ngược lại, phần lớn các nhà đầu tư bị dao động giữa lòng tham (khi trong trạng thái lạc quan) và sợ hãi (khi trong trạng thái bi quan).

- Phần lớn các dao động đi tới các thái cực này đều xảy ra sai thời điểm – họ trở nên tham lam hơn sau khi những phát triển tích cực đã khiến giá bị đẩy lên cao, rồi họ lại bắt đầu sợ hãi sau khi những sự kiện tiêu cực khiến giá bị giảm xuống.

Dưới đây là một vài điều mà tôi đã viết về sự dao động trong tâm lý, trích từ bài "Trên đi-văng" (tháng 1 năm 2016):

> Có rất nhiều cách khiến những tật thói chủ quan, phi lý trí ảnh hưởng đến hành vi. Như Carol Tavris đã chỉ ra trong một bài viết của cô trên tờ *Wall Street Journal*, đăng ngày 15 tháng 5 năm 2015, khi cô nhận xét về cuốn sách *Misbehaving: The Making of Behavioral Economics* (Tất cả chúng ta đều hành xử cảm tính: Sự hình thành kinh tế học hành vi) xuất bản năm 2015 của giáo sư Richard Thaler:
>
>> Là một nhà tâm lý xã hội, từ lâu tôi đã quan tâm đến các nhà kinh tế học và quan niệm sai lầm lạ kỳ của họ về "con người lý trí". Lý trí ư? Những người này sống ở đâu vậy? Thậm chí từ 50 năm về trước, các nghiên cứu thực nghiệm đã chỉ ra rằng con người thà sống với những quyết định rõ ràng là sai lầm còn hơn là thay đổi chúng, họ thà ném tiền thêm sau khi đưa ra những dự đoán sai lầm và tồi tệ còn hơn là thừa nhận họ đã sai, và họ phản kháng, bóp méo hoặc chủ động loại bỏ những thông tin trái ngược với quan điểm của họ.
>
> Việc khó khăn trong thấu hiểu các sự kiện, tầm quan trọng của chúng cùng những nhánh rẽ tiềm tàng đã góp phần lớn trong sự hình thành tâm lý kỳ quặc của những nhà đầu tư. Chúng cũng góp phần gây ra và phóng đại phản ứng của nhà đầu tư. Do vậy các nhà đầu tư thường có xu hướng chỉ quan tâm đến những mặt tích cực hoặc tiêu cực, nhiều hơn hẳn so với

tiếp cận vấn đề một cách cân bằng và khách quan. Và họ có xu hướng trở nên lạc quan và hào hứng mua vào khi có một thông tin tốt, được diễn giải một cách tích cực và đẩy giá lên cao... hoặc ngược lại. Tất cả điều này đều rất hiển nhiên (đặc biệt là khi nhìn nhận ngược lại vấn đề). Do vậy, cũng hiển nhiên như thế, việc hiểu và có những quyết định ứng phó phù hợp là một phương pháp có thể cải thiện kết quả.

Điểm cơ bản ở đây là tâm lý chắc chắn sẽ dao động và hành vi của phần lớn mọi người cũng dao động theo nó. Sự dao động giữa lòng tham và nỗi sợ là một dao động quả lắc điển hình trong tâm lý. Thực tế, nó không chỉ giải thích hành vi của phần lớn các nhà đầu tư mà còn giải thích hành vi của toàn bộ thị trường. Các thị trường đi lên khi các sự kiện tích cực xảy ra và tâm lý trở nên hào hứng, rồi chúng đi xuống khi xuất hiện các sự kiện tiêu cực và tâm lý trở nên ảo não.

Quả lắc chỉ dành một ít thời gian ở điểm giữa của cung chuyển động. Thay vì vậy, nó luôn chuyển động hướng về một điểm cực hoặc điểm cực đối diện. Đầu tiên nó phục hồi từ một thái cực tâm lý – hoặc quá cao hoặc quá thấp – và sau đó tiếp tục đi về phía đối diện.

Các nhà đầu tư vượt trội kìm nén không để tâm lý vượt quá giới hạn, do vậy họ thoát khỏi cảnh bị cuốn vào những dao động tâm lý. Phần lớn các nhà đầu tư rất tài năng mà tôi biết đều có bản tính là những người vô cảm. Thực tế, tôi tin rằng bản tính vô cảm là một trong những yếu tố đóng góp rất lớn vào thành công của họ.

Đây là một trong những quan sát bền vững nhất của tôi – và theo một cách liên quan – là một trong những câu hỏi mà

tôi thường xuyên nhận được nhất: Liệu con người có thể học cách để trở nên vô cảm hay không? Câu trả lời của tôi là "có và không". Tôi nghĩ mọi người có thể cảnh giác về tiềm năng bị cảm xúc tác động và cố gắng hạn chế tác động của chúng. Nhưng tôi cũng nghĩ rằng những người vốn đã vô cảm sẽ đạt được sự vô cảm trong đầu tư một cách dễ dàng hơn. Không giàu cảm xúc là một lợi thế (trong đầu tư, nhưng có lẽ không phải trong những khía cạnh khác của cuộc sống, như hôn nhân chẳng hạn). Quan điểm của tôi không phải là những người có cảm xúc không thể trở thành những nhà đầu tư giỏi, nhưng họ sẽ phải rất biết tự nhận thức và tự kiềm chế.

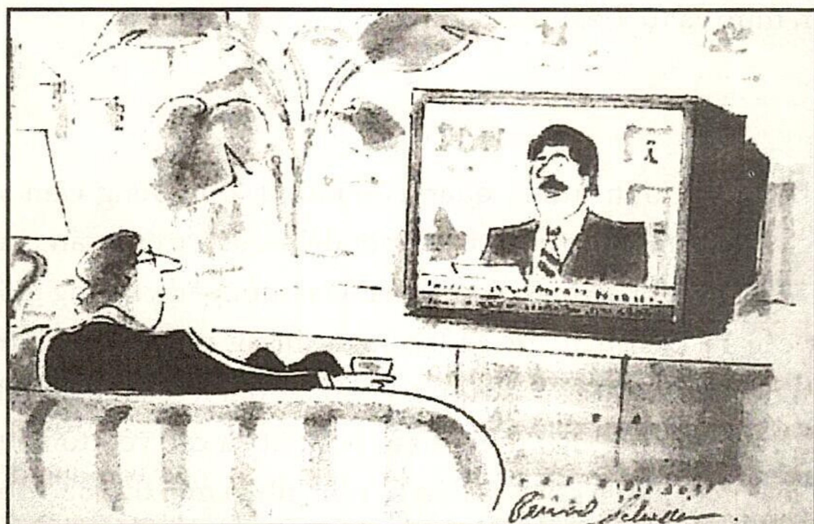


Bên cạnh tính tương quan của những dao động cảm xúc khác nhau vừa được trình bày, một điều quan trọng cần chú ý tới là bản chất nhân quả của những hiện tượng này. Cũng giống như các sự kiện tích cực sẽ tạo ra sự hứng phấn và sự hưng phấn đó sẽ làm tăng sự lạc quan và sự lạc quan sẽ làm khơi dậy lòng tham; những dao động tổng hợp tất cả các yếu tố này là nguyên nhân khiến các nhà đầu tư nhìn nhận mọi thứ dao động giữa màu hồng tươi tắn và đen tối ủ ê. Nhận thức của các nhà đầu tư về các sự kiện được "tô màu" bởi những dao động xoay quanh các cung bậc cảm xúc/tâm lý. Và những nhận thức được tô màu này lại phản hồi ngược về, tạo thêm nhiều hơn những hưng phấn, lạc quan và lòng tham.

Dưới đây là những gì tôi đã viết trong "Trên đi-văng" (tháng 1 năm 2016):

Một trong những yếu tố quan trọng nhất khiến các nhà đầu tư không đưa ra được kết luận phù hợp là họ có xu hướng đánh giá thế giới bằng cảm xúc hơn là bằng con mắt khách quan. Sự thất bại này có hai hình thức chính: nhận thức có chọn lọc và diễn giải sai lệch. Nói cách khác, đôi khi họ chỉ ghi nhớ sự kiện tích cực và lờ đi những vấn đề tiêu cực, và ngược lại. Đôi lúc họ nhìn nhận sự kiện một cách tích cực, đôi khi họ nhìn nhận nó một cách tiêu cực. Nhưng hiếm khi nào nhận thức và cách diễn giải của họ lại cân bằng và trung lập.

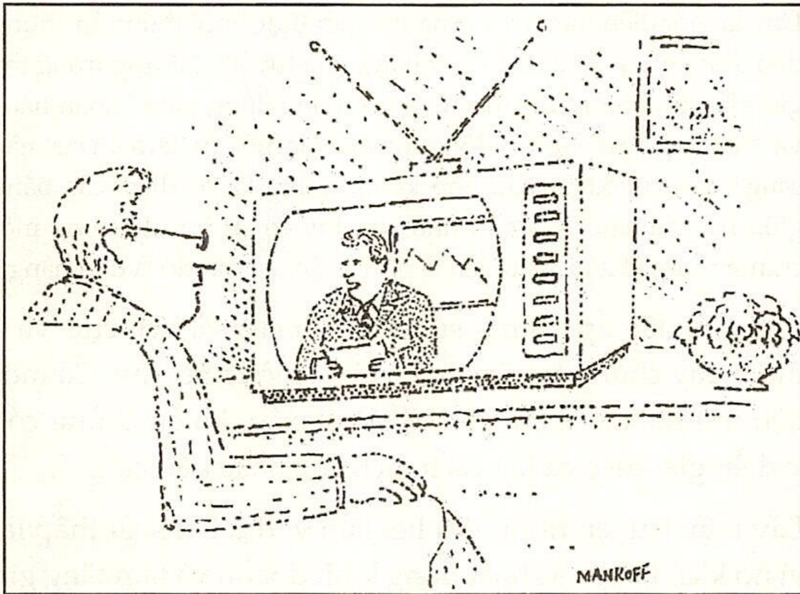
Kể từ sự kiện tháng 8 năm 2015 ở Trung Quốc, tôi đã nhiều lần nhớ lại hình truyện tranh cũ nhất và hay nhất mình từng biết:



"Mọi thứ hay ho đối với thị trường ngày hôm qua chẳng còn tốt đẹp cho thị trường hôm nay."

Điều mấu chốt là tâm lý của các nhà đầu tư hiếm khi đạt được sự cân bằng về sức nặng giữa những phát triển thuận lợi và phát triển không thuận lợi. Tương tự vậy, việc diễn giải hiện tượng của các nhà đầu tư luôn mang tính thiên vị bởi những phản ứng cảm xúc của họ trước bất cứ điều gì đang xảy ra tại thời điểm

hiện tại. Hầu hết những sự phát triển đều có mặt hữu ích và mặt tai hại. Nhưng nhìn chung các nhà đầu tư chỉ bị ám ảnh bởi một trong hai mặt chứ không lưu tâm đến cả hai. Và điều đó lại làm tôi nhớ lại một hình truyện tranh kinh điển khác:



"Trên phố Wall ngày hôm nay, tin tức về lãi suất giảm đã khiến thị trường cổ phiếu đi lên, nhưng sau đó suy đoán rằng lãi suất giảm có thể gây ra lạm phát lại khiến cho thị trường đi xuống, cho đến khi mọi người nhận ra rằng mức lãi suất thấp hơn có thể kích thích nền kinh tế đang hoạt động trì trệ – thị trường lại đi lên, trước khi nó cuối cùng bị đi xuống bởi người ta sợ rằng nền kinh tế tăng trưởng nóng sẽ dẫn tới việc áp dụng lãi suất cao hơn."

Tất cả dường như rất rõ ràng: các nhà đầu tư hiếm khi duy trì được vị thế khách quan, lý trí, trung lập và ổn định. Đầu tiên, họ thể hiện các mức độ cao của sự lạc quan, tham lam, chấp nhận rủi ro và đầy tin tưởng, và hành vi sau đó của họ làm giá cổ phiếu tăng, lợi suất tiềm năng giảm và mức rủi ro tăng cao. Nhưng sau đó, vì một vài lý do - có lẽ vì sự xuất hiện của một đỉnh điểm - họ chuyển sang bi quan, sợ hãi, đề phòng rủi ro và hoài nghi, và

điều này khiến cho giá cổ phiếu giảm xuống, lợi suất trong tương lai tăng và mức rủi ro giảm. Đáng chú ý rằng mỗi một nhóm hiện tượng thường xảy ra đồng loạt và sự dao động từ vị trí này sang vị trí khác thường biến động lớn hơn bản chất của chúng.

Đây là một điều điên rồ. Trong thế giới thực, mọi thứ nhìn chung dao động giữa "khá tốt" và "không quá tuyệt". Nhưng trong thế giới đầu tư, nhận thức thường xuyên dao động giữa "hoàn hảo" và "vô vọng". Sự chuyển động của quả lắc luôn đi từ điểm cực này sang điểm cực khác, hầu như không dừng lại ở "điểm cân bằng giữa hai thái cực", và gần như chỉ duy trì sự hợp lý trong một chừng mực rất ít ỏi. Đầu tiên là phủ nhận, và sau đó là đầu hàng.

Thế giới đầy ắp những sự kiện tiêu cực và tích cực, và hầu hết mỗi ngày chúng ta đều thấy vài sự kiện như vậy. Có một số sự kiện mơ hồ, có cả hai yếu tố tốt và xấu, khiến chúng có thể được diễn giải theo cả hai cách, tích cực hoặc tiêu cực.

Lấy mẩu truyện tranh thứ hai làm ví dụ. Lãi suất thấp là tốt bởi vì nó kích thích các hoạt động kinh doanh và làm tăng giá trị hiện tại của dòng tiền có thể bị mất giá trong tương lai. Nhưng nó cũng là thông tin xấu, bởi vì khi hoạt động kinh doanh mạnh hơn, chúng làm tăng lạm phát và trở thành tín hiệu báo ngân hàng trung ương nên tăng lãi suất, giảm bớt những gì kích thích nền kinh tế. Kiểu diễn giải này có thể không dao động giữa các thái cực nhiều lần trong ngày như cách viết ở mẩu truyện. Nhưng nó đúng là sẽ dao động một cách quá mức và trên thực tế chúng có thể "lật mặt" rất nhanh.

Một vài năm trước, một người bạn của tôi tên Jon Brooks đã đưa ra một minh họa tuyệt vời về cách những nhận thức sai lệch diễn ra. Đây là cách các nhà đầu tư phản ứng lại với các sự kiện khi họ cảm thấy cuộc sống đang tốt đẹp (nó thường có nghĩa là thị trường đang tăng):

- Dữ liệu mạnh: Nền kinh tế mạnh lên – tăng giá cổ phiếu
- Dữ liệu yếu: Ngân hàng trung ương có khả năng "án binh bất động" – tăng giá cổ phiếu
- Dữ liệu như kỳ vọng: Biến động thấp – tăng giá cổ phiếu
- Ngân hàng thu về 4 tỷ đô la: Điều kiện kinh tế thuận lợi – tăng giá cổ phiếu
- Ngân hàng thua lỗ 4 tỷ đô la: Những thông tin xấu sắp xuất hiện – tăng giá cổ phiếu
- Giá dầu tăng: Sự tăng trưởng của nền kinh tế toàn cầu khiến nhu cầu tăng – tăng giá cổ phiếu
- Giá dầu giảm: Sức mua của người tiêu dùng tăng cao – tăng giá cổ phiếu
- Đồng đô la lao dốc: Tốt cho các đơn vị xuất khẩu – tăng giá cổ phiếu
- Đồng đô la mạnh lên: Tốt cho các công ty mua hàng từ nước ngoài – tăng giá cổ phiếu
- Lạm phát leo thang: Tài sản được định giá cao – tăng giá cổ phiếu
- Lạm phát giảm: Chất lượng thu nhập được cải thiện – tăng giá cổ phiếu

Tất nhiên, những hành vi tương tự cũng có thể áp dụng theo hướng ngược lại. Khi tâm lý tiêu cực và thị trường giảm trong một khoảng thời gian, mọi thứ đều có thể bị diễn giải một cách tiêu cực. Dữ liệu mạnh của nền kinh tế có khả năng khiến ngân hàng trung ương cắt giảm kích thích tăng trưởng bằng cách tăng lãi suất. Dữ liệu yếu có thể được hiểu là các công ty sẽ gặp khó khăn trong việc đáp ứng mức thu nhập đã được dự báo. Nói

cách khác, vấn đề không nằm ở dữ liệu hay các sự kiện, vấn đề là cách diễn giải. Và chúng sẽ tạo nên các dao động tâm lý.

Ở những biến động cực hạn nhất trong dao động của quả lắc, một quá trình có thể xuất hiện dưới dạng một vòng tròn đi lên mãi hoặc một vòng tròn đi xuống mãi. Khi các sự kiện trước hết được thống trị bởi tinh thần tích cực và tâm lý màu hồng, những phát triển tiêu cực có xu hướng bị bỏ qua, mọi thứ đều được diễn giải một cách thuận lợi và dường như chẳng điều gì có thể trở nên tồi tệ hơn. Lý luận ủng hộ cho những kỳ vọng về sự phát triển lớn mạnh trong tương lai thật không thể cưỡng lại, những thứ ràng buộc và chuẩn mực trong quá khứ bị bỏ qua hoặc hợp lý hóa, và bất kỳ ai nghĩ rằng tương lai tích cực cũng chỉ có giới hạn đều sẽ bị gạt bỏ như một kẻ lạc hậu chẳng có tầm nhìn. Tiềm năng thu được lợi nhuận được xem là vô hạn. Giá cổ phiếu tăng càng tạo động lực cho tinh thần lạc quan.

Nhưng mặt khác, khi mọi thứ diễn ra theo chiều hướng xấu trong vài tháng hoặc vài năm thì tâm lý trở nên đặc biệt tiêu cực, và nguy cơ là những sự phát triển có thể bị lãng quên. Các sự kiện không mấy dễ chịu được nhấn mạnh và các sự kiện tích cực bị bỏ qua. Suy đoán rằng tình hình có thể xấu hơn nữa dường như trở nên thật chắc chắn, thật chẳng tưởng tượng nổi suy đoán đó có thể bị sai lầm và bây giờ thì chính xu hướng đi xuống dường như không có điểm kết thúc. Giá giảm, thế là ta lại càng bi quan.

Vòng tròn đi lên và vòng tròn đi xuống kéo dài đều là những cường điệu phi thực tế. Dù trong quá khứ, người ta đã rất nhiều lần nghĩ chúng sẽ xảy ra, thực tế là chúng không bao giờ trở thành hiện thực. Nhưng sự thật đó vẫn không thể giúp mọi người cưỡng lại khi cường độ của chúng lên cao.

Một lần nữa, các nhà đầu tư vượt trội – những người chống lại được những tác động bên ngoài, có thể duy trì cảm xúc cân bằng và hành động lý trí – nhận thấy được cả các sự kiện tích cực lẫn sự kiện tiêu cực. Họ đánh giá các sự kiện một cách khách quan và phân tích chúng một cách độc lập. Nhưng thực tế là đôi khi sự hào hứng và lạc quan là nguyên nhân khiến phần lớn các nhà đầu tư nhìn nhận sự việc tích cực hơn so với mức bảo đảm, và đôi khi sự trầm lắng và bi quan khiến họ chỉ nhìn thấy những điều xấu và diễn giải các sự kiện một cách tiêu cực. Từ chối không hành động như vậy là một trong những chìa khóa để thành công trong đầu tư.



Trong những giai đoạn sự tăng giá chiếm ưu thế, môi trường hẳn sẽ có những đặc trưng là tham lam, lạc quan, hồ hởi, tự tin, nhẹ dạ, liều lĩnh, chấp nhận rủi ro và quyết liệt. Nhưng những đặc điểm này sẽ không chi phối thị trường mãi mãi. Cuối cùng, chúng sẽ phải nhường cuộc chơi cho nỗi sợ hãi, sự bi quan, sự thận trọng, không chắc chắn, hoài nghi, cẩn trọng, đề phòng rủi ro và trầm lặng... Phá sản là sản phẩm của sự bùng nổ, và tôi chắc chắn rằng sẽ chính xác hơn nếu ta coi sự phá sản là kết quả của cuộc bùng nổ thái quá trước đó, thay vì nghĩ nó là kết quả của một sự kiện cụ thể nào đó gây ra điều chỉnh.

(“Bây giờ thì sao?”, tháng 1 năm 2008)

Thông thường, khi một trong hai thái cực lên cao, ta rất dễ quan sát hiện tượng đó, dẫn tới việc “lời gợi ý” dành cho các nhà đầu tư hẳn cũng rất rõ ràng đối với những con người có đôi mắt khách quan. Nhưng tất nhiên, sự dao động của quả lắc thị trường tới một trong hai điểm cực xảy ra chỉ vì lý do rất

đơn giản, đó là tâm lý của hầu hết những người tham gia vào thị trường đều di chuyển theo cùng một hướng, đúng chuẩn xu thế đám đông.

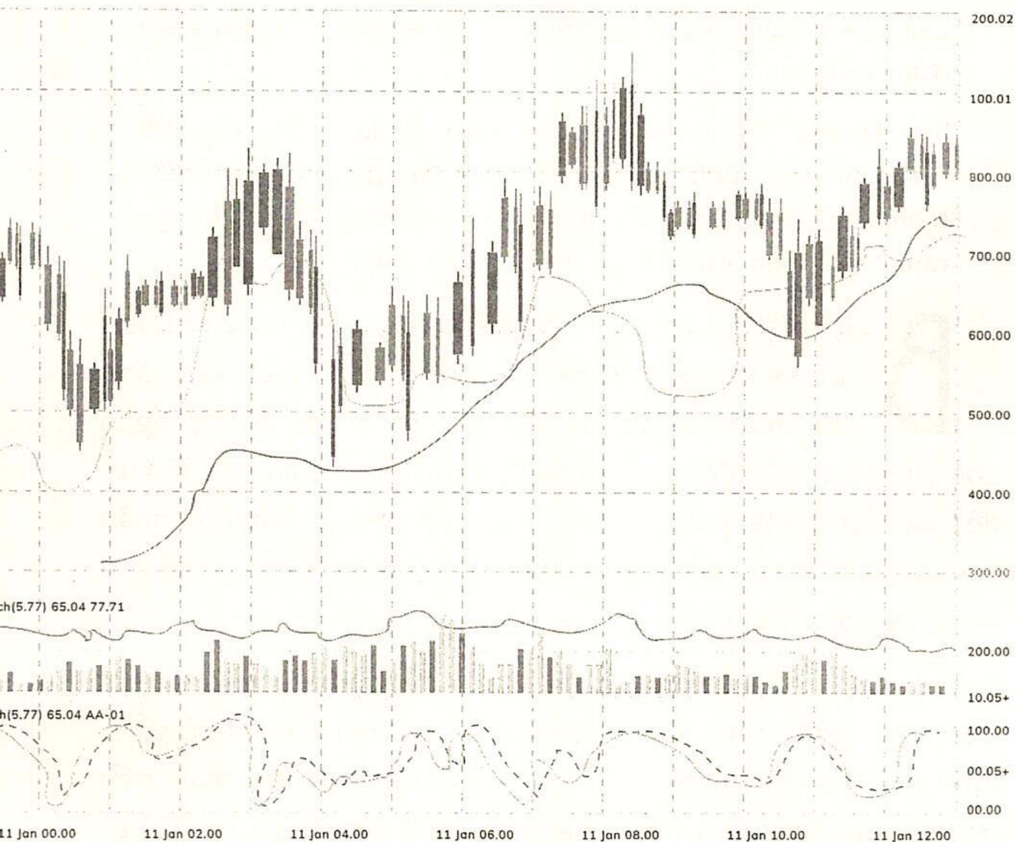
Chỉ một số ít người tham gia thực sự duy trì được tính khách quan. Nối tiếp chủ đề đã được tôi đề cập trong bài viết "Mọi người đều biết" (tháng 4 năm 2007): Việc ta kỳ vọng những quan sát lãnh đạm sẽ lan tỏa rộng rãi trong cơn điên cuồng của thị trường chỉ có độ hợp lý tương đương với câu nói: "Mọi người đều biết thị trường đã đi quá xa". Nếu mọi người đều nhận ra rằng thị trường đã đi quá xa, thì hẳn là nó đã biến mất khỏi tầm nhìn rồi.

("Tất cả đều ổn thỏa", tháng 7 năm 2007).

00:01

8

CHU KỲ THÁI ĐỘ ĐỐI VỚI RỦI RO



1.27 65 4

1.27 65 7

Sell

Buy

Những nhà đầu tư lý trí là những người mẫn cán, hoài nghi và thận trọng với rủi ro một cách phù hợp xuyên suốt thời gian đầu tư, nhưng họ cũng tìm kiếm các cơ hội để thu về lợi nhuận tiềm năng thay vì chỉ lo bù đắp cho những rủi ro. Điều đó chính là lý tưởng. Nhưng vào những thời điểm vui vẻ, chúng ta nghe thấy phần lớn mọi người nói: "Rủi ro? Rủi ro gì chứ? Tôi không thấy mấy điều có khả năng lầm lạc: Hãy nhìn mọi điều đang diễn ra thật tốt đẹp kìa! Và dù sao đi nữa, rủi ro cũng là bạn của tôi – tôi càng đón nhận nhiều rủi ro, số tiền tôi có thể kiếm được càng lớn".

Sau đó, vào những thời điểm bi quan, họ lại quay sang một điều đơn giản hơn: "Tôi không quan tâm liệu mình có kiếm thêm được một đồng nào nữa trên thị trường. Tôi chỉ không muốn mất thêm nữa. Để tôi thoát ra khỏi đây!"

Bây giờ, khi chúng ta chuyển sang nghiên cứu những chu kỳ xét về lý thuyết để thảo luận về cách vận hành của chúng trong thế giới đầu tư, tôi sẽ đề cập ngắn gọn về những vấn đề ngoài lề thuộc bản chất cơ bản của đầu tư, để thiết lập nền tảng cho những thảo luận về sau. Tôi thừa nhận là một số nội dung ở đây sẽ có điểm tương tự với những điều đã viết ở các chương trước.

Đầu tư là gì? Theo một cách hiểu, nó là sự chấp nhận rủi ro trong quá trình theo đuổi lợi nhuận. Các nhà đầu tư cố gắng định vị danh mục đầu tư để tạo ra lợi nhuận từ sự phát triển trong tương lai chứ không phải để bị mất tiền. Các nhà đầu tư vượt trội đơn giản là những người làm việc này tốt hơn những người khác.

Liệu chúng ta có biết được điều gì sẽ xảy ra trong tương lai? Một vài nhà đầu tư nghĩ rằng họ biết – hoặc họ nghĩ rằng

họ phải làm như họ biết, bởi nếu họ không biết, họ sẽ mất công việc và mất khách hàng. Cũng có thể là những người này nghĩ rằng họ biết vì họ đã theo đuổi lợi nhuận dựa theo những dự báo lâu đến mức họ tự tẩy não mình và tin rằng mình có thể dự đoán chính xác về tương lai (và họ bỏ qua luôn tỷ lệ thành công thấp kém của mình trong quá khứ). Những nhà đầu tư khác – những người tôi nghĩ là thông minh hơn, biết nhận thức hơn – thì hiểu rằng không thể biết trước tương lai một cách chắc chắn. Họ có thể hình thành những quan điểm liên quan đến các sự kiện trong tương lai, nhưng họ không "cược lớn" rằng những ý kiến đó sẽ trở thành hiện thực.

Bởi (a) đầu tư là việc ứng phó với tương lai nhưng (b) tương lai là những điều không thể biết trước được, nên rủi ro trong đầu tư được hình thành. Nếu các sự kiện trong tương lai có thể dự đoán, việc đầu tư sẽ trở nên dễ dàng và ta chắc chắn sẽ thu về lợi nhuận. (Mức lợi nhuận chung có thể thấp trong trường hợp như vậy bởi vì hầu như không có rủi ro xảy ra, một ngày khác ta sẽ bàn về chuyện này.) Nhưng thực tế rằng ta không thể đoán trước các sự kiện đã tạo ra rủi ro. Bởi vì các sự kiện thực sự xảy ra có thể rất khác so với những điều được dự đoán, hoặc phản ứng của thị trường với các sự kiện đó có thể khác so với những gì được mong đợi, nên một danh mục đầu tư có thể bị định vị không chính xác khi tương lai được hé lộ.

Vì rủi ro (những thứ không chắc chắn về sự phát triển trong tương lai và nguy cơ xuất hiện kết quả xấu) là những thách thức chủ yếu của việc đầu tư, nên khả năng thấu hiểu, đánh giá và giải quyết rủi ro là những đặc điểm của những nhà đầu tư vượt trội và chúng là các nhu cầu thiết yếu để đầu tư thành công.

Điều cuối cùng để bạn nắm rõ nền tảng: Một điều quan trọng nữa là nhận ra rằng dù môi trường đầu tư thay đổi trong dài hạn, thì tại một thời điểm cụ thể bất kỳ, nó vẫn là điều sẵn có. Điều tôi muốn nói là chúng ta có thể chấp nhận môi trường theo đúng hiện trạng và quyết định đầu tư, hoặc chúng ta có thể "chối từ" môi trường hiện thời và đứng ngoài cuộc chơi, nhưng chúng ta không thể có một quan điểm thứ ba rằng; "Tôi không thích môi trường như hiện tại, tôi muốn có một cái khác". Hay đúng hơn, chúng ta có thể yêu cầu có một môi trường khác, nhưng điều đó tất nhiên sẽ không trở thành hiện thực.

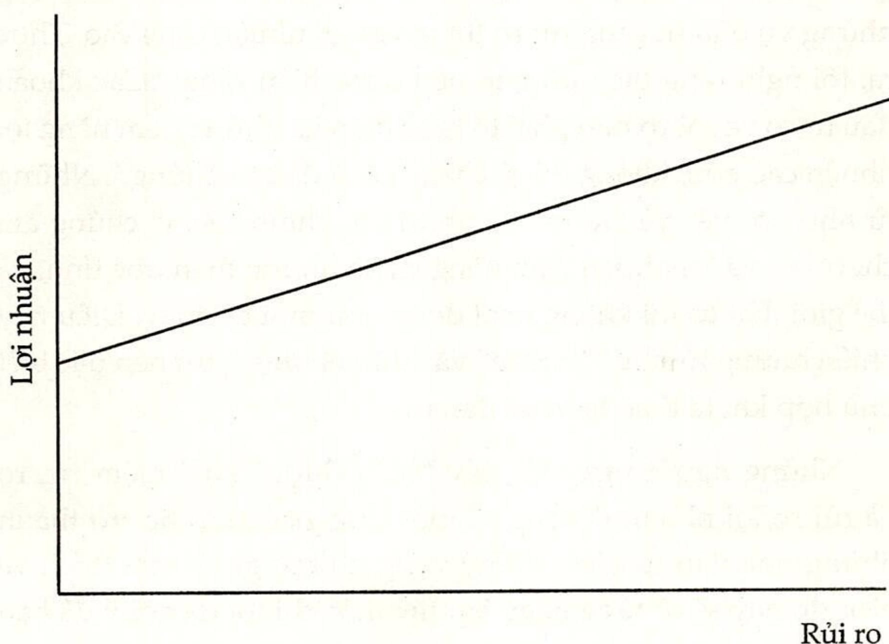
Quan điểm của tôi rằng rủi ro là yếu tố chính trong đầu tư khiến tôi đưa ra kết luận là vào bất cứ thời điểm nào, cách các nhà đầu tư cùng nhìn nhận rủi ro và đưa ra những cư xử dựa theo nó có tầm quan trọng rất lớn trong việc hình thành môi trường đầu tư – nơi chúng ta hoạt động. Và trạng thái của môi trường là chìa khóa xác định chúng ta nên cư xử như thế nào đối với rủi ro tại thời điểm đó. Chương này đề cập tới việc xác định vị trí của thái độ đối với rủi ro trong chu kỳ thái độ – có lẽ đây là phần quan trọng nhất của cuốn sách này.



Một trong những khoảng thời gian nghỉ ngơi may mắn nhất mà tôi nhận được trong đời là cơ hội tham gia chương trình sau đại học của Trường Kinh doanh Đại học Chicago (còn gọi là trường Booth) vào năm 1967-1969. Tôi cũng như mọi người trong những năm đó, học liên thông từ trường đại học lên khóa học sau đại học, có lẽ đây là con đường tốt nhất để đi đến thành công.

Trong suốt bốn năm trước đó, tôi đã được giáo dục thực tiễn về tài chính ở Wharton: thực tế, phi lý thuyết và định tính. Việc tôi chọn tham gia khóa học sau đại học này là vô cùng tình cờ bởi tại Chicago, người ta vừa mới bắt đầu dạy một học thuyết mới về tài chính và đầu tư, những điều đang phát triển rộng rãi tại thành phố này vào những năm đầu của thập niên 1960. Do đó, chương trình học ở Wharton của tôi đã được kết hợp - hay nói đúng hơn là đã được "đặt cạnh" trong tương phản - với những nghiên cứu sâu hơn về tài chính gần như hoàn toàn mang tính học thuật, lý thuyết và định lượng.

Ngay sau khi đến Chicago, tôi đã được tiếp xúc với một biểu đồ, điều đã cung cấp những nền tảng của học thuyết đầu tư mới, và đó như một điểm khởi đầu cho phần lớn những tư duy và phân tích của tôi sau này.



Biểu đồ này đã trở nên phổ biến trong thế giới đầu tư kể từ lần đầu tiên tôi nhìn thấy nó vào 50 năm về trước. Sự quan trọng của nó nằm ở thực tế nó là một đường thẳng đi lên sang phải, hàm ý rằng một mối quan hệ tích cực giữa rủi ro và lợi nhuận. Theo quan điểm của tôi, nó luôn bị diễn giải sai thành "tài sản càng rủi ro thì tạo ra lợi nhuận càng cao" và dẫn tới "nếu bạn muốn kiếm được nhiều tiền hơn, thì câu trả lời là hãy đón nhận nhiều rủi ro hơn nữa". Công thức này không thể đúng, bởi nếu tài sản rủi ro hơn giúp tạo ra lợi nhuận cao hơn thì chúng đâu thể bị định nghĩa là "rủi ro hơn".

Đường tuyến tính thể hiện mối quan hệ giữa rủi ro và lợi nhuận trong biểu đồ trên đã bỏ qua thực tế rằng, với mọi cấp độ của rủi ro, ta sẽ có một khoảng các kết quả tiềm năng về lợi nhuận, do vậy đồ thị đã cường điệu hóa tính chắc chắn của mối quan hệ giữa chúng. Những điều này khiến mọi người nói rằng những vụ đầu tư càng rủi ro thì tạo ra lợi nhuận càng cao. Thực ra, tôi nghĩ rằng biểu đồ trên nên được hiểu rằng: "Các khoản đầu tư có vẻ rủi ro hơn phải tỏ ra sẽ đem lại những tiềm năng lợi nhuận cao hơn, không thì sẽ chẳng có ai đầu tư chúng." Những từ như "có vẻ" và "tỏ ra" là những từ chính xác, vì chúng ám chỉ rủi ro và lợi nhuận tiềm năng chỉ là những điều ước tính, và thế giới đầu tư thì không hoạt động như một cái máy. Điều này khiến những từ như "thực tế" và "thuyết phục" trở nên đặc biệt phù hợp khi ta thảo luận về đầu tư.

Những người ngay lập tức "hiểu được" khái niệm rủi ro và rủi ro/lợi nhuận thường có một trực giác giúp họ trở thành những nhà đầu tư giỏi. Tôi hy vọng những gì tôi giải thích về biểu đồ này sẽ rõ ràng ngay lập tức một khi tôi đã gợi ý để bạn suy nghĩ về nó.

Giả sử một nhà đầu tư lý trí sẽ đưa ra hai khoản đầu tư với cùng một lợi nhuận kỳ vọng. Nhưng trong một trường hợp, lợi nhuận dường như được đảm bảo và ở trường hợp còn lại, lợi nhuận lại không hề chắc chắn. Chúng ta mong anh ấy sẽ chọn khoản đầu tư đầu tiên, bởi phần lớn mọi người thích sự chắc chắn hơn là không chắc chắn. Ví dụ, nếu trái phiếu chính phủ và cổ phiếu của một công ty khởi nghiệp trong lĩnh vực công nghệ cao đều có vẻ sẽ đem lại lợi suất là 7%, thì phần lớn mọi người sẽ chọn đầu tư vào trái phiếu chính phủ. Tại sao phải chịu thêm rủi ro liên quan đến công ty khởi nghiệp nếu không có thêm tiềm năng tăng lợi nhuận để bù đắp cho mức rủi ro lớn hơn?

Vâng, đó chính là điểm mấu chốt: phần lớn mọi người thích nhận được 7% chắc chắn hơn là 7% mới dừng ở mức "khả năng". Nói cách khác, hầu hết chúng ta đều thận trọng trước rủi ro. Đó là kết luận quan trọng được nhấn mạnh trong khóa học tài chính ở trường Chicago.

Để mô tả về sự thận trọng với rủi ro, tôi có thể nói rằng phần lớn mọi người thích an toàn và e ngại rủi ro.

Sự phổ biến của xu hướng không thích rủi ro, cũng như quan điểm khăng khăng rằng lợi nhuận tiềm năng sẽ tăng lên nếu rủi ro tăng lên là những nguyên nhân tại sao trái phiếu dài hạn thường có lợi suất cao hơn ngắn hạn; tại sao trái phiếu có lợi suất cao lại hứa hẹn sẽ mang về nhiều lợi nhuận hơn là các trái phiếu xếp hạng[1]; tại sao cổ phiếu nhìn chung được mong đợi sẽ đem về lợi nhuận cao hơn trái phiếu; và tại sao đầu tư

[1] Các trái phiếu được xếp hạng (investment grade bond) là những trái phiếu có mức rủi ro thấp, ít nguy cơ vỡ nợ. Trái phiếu không được xếp hạng là những trái phiếu lợi suất cao, nhưng cũng tiềm ẩn nhiều rủi ro hơn (high yield bond).

vào các quỹ mạo hiểm lại được kỳ vọng tạo ra lợi suất cao hơn so với mua các cổ phiếu thông thường. Chú ý rằng tôi chỉ đang nói đến khía cạnh "kỳ vọng" và "hứa hẹn" - hoặc "có thể xảy ra" hay "đáng lẽ xảy ra", chứ không phải là những thứ "sẽ xảy ra" hay "chắc chắn xảy ra". Nhưng sự kỳ vọng đối với lợi nhuận gia tăng nhìn chung phải xuất hiện để khuyến khích mọi người tự nguyện theo đuổi rủi ro tăng thêm.

Bởi vì bản chất là không mấy ai yêu thích rủi ro, nên hoàn toàn hợp lý khi ta cho rằng nếu chấp nhận rủi ro, các nhà đầu tư phải có cơ hội được nhận lại những phần thưởng tăng thêm. Những người không dám liều lĩnh sẽ thực hiện những điều rủi ro chỉ khi họ kỳ vọng nhận được một phần thưởng to lớn nếu dám làm. Mọi lý lẽ khác đều không thỏa đáng.

Sự đề phòng rủi ro là một yếu tố cần thiết trong đầu tư. Chính việc ghét phải thua lỗ đã khiến mọi người cảnh giác trước thị trường. Bởi vì phần lớn mọi người e ngại rủi ro nên:

- họ tiếp cận việc đầu tư một cách thận trọng,
- họ có những phân tích tỉ mỉ khi cân nhắc đầu tư, đặc biệt là khi thực hiện các phi vụ rủi ro,
- họ kết hợp những nhận định thận trọng với những nghi ngờ hợp lý trong phân tích của mình,
- họ đòi hỏi cao hơn về biên an toàn đối với những khoản đầu tư rủi ro, để tránh những sai lầm trong phân tích và những bất ngờ không mấy dễ chịu,
- họ nhất định phải có phần bù đắp rủi ro phù hợp, họ kỳ vọng sẽ có thêm lợi nhuận nếu tiếp tục thực hiện các phi vụ đầu tư rủi ro,

- họ từ chối đầu tư vào các giao dịch phi lý.

Đây đều là những yếu tố thiết yếu của một quy trình đầu tư. Bởi vì các nhà đầu tư thận trọng với rủi ro, nên đầu tư là một công việc lý trí đòi hỏi người ta phải thực hiện những hành động hợp lý. Nói tóm lại, sự thận trọng với rủi ro là nhân tố chính giúp thị trường an toàn và lành mạnh.

Tuy nhiên, chú ý rằng, tất cả những điều ở trên là những mô tả quy chuẩn, hoặc là mô tả về những điều *nên* xảy ra. Đây là những điều mà những nhà đầu tư vượt trội thực hiện cũng như tất cả các nhà đầu tư *nên* thực hiện. Nhưng điều quan trọng là không phải tất cả mọi người đều làm như vậy, và chắc chắn không phải mọi nhà đầu tư đều quan tâm đến chúng y như nhau vào mọi lúc.

Có một chân lý tuyệt đối, đó là thái độ đối với rủi ro sẽ thay đổi và điều đó làm môi trường đầu tư biến chuyển. Vấn đề này sẽ được đề cập vào phần còn lại của chương.



Một vấn đề khác: Môi trường đầu tư được hình thành như thế nào? Nói ngắn gọn, nó là kết quả của những thảo luận diễn ra trên thương trường – có thể là trong ý thức của mỗi nhà đầu tư hoặc giữa các nhà đầu tư với nhau. Các kết quả này được bộc lộ thông qua hành động của họ. Dưới đây là cách mà tôi mô tả sự hình thành môi trường đầu tư trong bài "Rủi ro và lợi nhuận ngày nay" vào tháng 10 năm 2004:

> Tôi sẽ sử dụng một thị trường "điển hình" của một vài năm về trước để mô tả cách rủi ro và lợi nhuận diễn ra trong đời sống

thực: Lãi suất của loại trái phiếu kho bạc đáo hạn sau 30 ngày có thể sẽ là 4%. Vì vậy, một nhà đầu tư nói rằng: "Nếu tôi đầu tư cho trái phiếu đáo hạn sau 5 năm, tôi muốn 5%. Và nếu mua một trái phiếu đáo hạn sau 10 năm tôi sẽ phải được 6%." Anh ta yêu cầu lãi suất cao hơn khi kỳ hạn kéo dài, bởi vì anh ta lo ngại về rủi ro liên quan đến sức mua, đây là rủi ro được cho rằng sẽ tăng tỷ lệ thuận với thời gian đáo hạn. Đó là lý do vì sao đường cong lãi suất trái phiếu, trên thực tế là một phần của đường thị trường vốn, thông thường lại có xu hướng dốc lên theo hướng tăng của vòng đời tài sản.

Bây giờ, chúng ta cùng xem xét nhân tố rủi ro tín dụng. "Nếu trái phiếu kho bạc đáo hạn sau 10 năm có lãi suất là 6%, tôi sẽ không mua trái phiếu doanh nghiệp hạng A, loại đáo hạn sau 10 năm trừ khi tôi được đảm bảo nó có lãi suất 7%." Điều này dẫn ta tới khái niệm về chênh lệch tín dụng. Nhà đầu tư giả định của chúng ta muốn có thêm ít nhất 100 điểm để chuyển từ "chính phủ" sang "doanh nghiệp". Nếu các nhà đầu tư đều chung suy nghĩ này thì đó chính là mức chênh lệch.

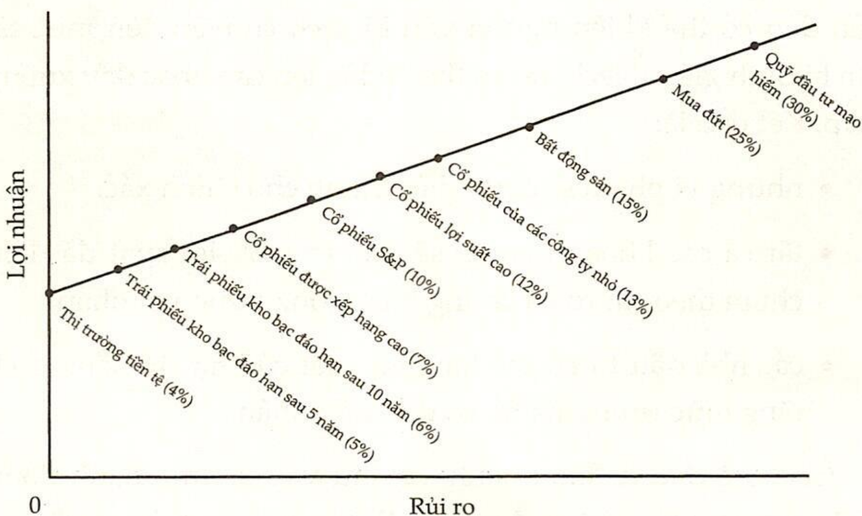
Điều gì sẽ xảy ra nếu ta không bàn tới những trái phiếu được xếp hạng? "Tôi sẽ không đầu tư vào những trái phiếu có lợi suất cao trừ khi tôi nhận được hơn 600 điểm so với trái phiếu kho bạc có cùng một kỳ đáo hạn." Vì vậy trái phiếu lợi suất cao cần đem về mức lãi 12%, chênh lệch hơn 6% so với trái phiếu kho bạc nếu muốn thu hút người mua.

Bây giờ chúng ta không xét đến các khoản đem về thu nhập cố định. Tình hình trở nên khó khăn hơn, bởi vì bạn không thể biết được lợi nhuận tương lai của những khoản đầu tư như cổ phiếu (đơn giản vì lợi nhuận của chúng chỉ là phỏng đoán, không phải "cố định"). Nhưng các nhà đầu tư luôn có một sự nhanh nhạy nhất định với những điều này. "Xét theo lịch sử mà nói, cổ phiếu S&P có lợi suất là 10% và tôi sẽ chỉ mua chúng nếu tôi nghĩ rằng chúng sẽ tiếp tục duy trì mức lợi suất như

vậy." Theo lý thuyết, những nhà đầu tư cổ phiếu thông thường sẽ xác định lợi tức trên một cổ phiếu, tốc độ tăng lợi tức và tỷ lệ trả cổ tức rồi đưa chúng vào mô hình định giá để cho ra kết quả rằng ở giá nào thì cổ phiếu S&P 500 sẽ đạt lợi suất 10% (mặc dù tôi không chắc quá trình này có gần đúng với thực tế hay không). "Và những cổ phiếu rủi ro hơn sẽ phải có mức lợi suất cao hơn, tôi sẽ không giao dịch trên NASDAQ trừ khi tôi nghĩ mình sẽ nhận được 13%."

Từ đây, mọi thứ cứ vậy được đà. "Nếu tôi có thể nhận được lãi 10% từ cổ phiếu, thì tôi cần lãi phải lên tới 15% để chấp nhận việc bất động sản không có tính thanh khoản và không chắc chắn. Và lãi phải là 25% nếu tôi mua đứt... và 30% để thuyết phục tôi rót tiền vào các quỹ đầu tư mạo hiểm, vì nó chỉ có tỷ lệ thành công thấp."

Đó là cách ta cho rằng rủi ro/lợi nhuận vận hành, và trong thực tế, tôi nghĩ nhìn chung nó cũng vận hành như vậy (mặc dù các yêu cầu không phải lúc nào cũng như nhau trong mọi lúc). Kết quả là đường thị trường vốn đã trở nên quen thuộc với nhiều người trong chúng ta như hình dưới:



Tiến trình được mô tả ở trên là kết quả của việc sắp xếp liên tiếp các mức rủi ro/lợi nhuận, tức là "đường thị trường vốn". Tiến trình cho thấy mức độ tổng quát về tỷ lệ lợi nhuận trên rủi ro, cũng như mức lợi nhuận được kỳ vọng sẽ tăng thêm - hoặc "phần bù đắp rủi ro" - khi chấp nhận rủi ro gia tăng. Trong một thế giới hợp lẽ, kết quả sẽ như dưới đây:

- Các khoản đầu tư có vẻ rủi ro hơn sẽ được định giá sao cho chúng mang lại lợi nhuận cao hơn.
- Mức tăng lợi nhuận trên một đơn vị rủi ro tăng thêm sẽ phải hợp lý và thích đáng.
- Về cơ bản, mức tăng lợi nhuận kỳ vọng sẽ tương xứng với mức rủi ro tăng thêm.
- Không có mức nào trên tiến trình liên tiếp mà việc chấp nhận rủi ro lại được bù đắp nhiều hơn hay ít hơn so với các mức khác.

Trong một thế giới hợp lý, mọi sự vi phạm tới các điều kiện trên đều có thể khiến nguồn vốn bị dịch chuyển đến mức tài sản bị định giá sai lệch, nó có thể bị đẩy lên cao hoặc đẩy xuống thấp. Kết quả là:

- những vi phạm sẽ được điều chỉnh cho chính xác,
- tất cả các khoản đầu tư sẽ đưa ra mức lợi suất đã điều chỉnh theo rủi ro và chúng khá tương xứng với nhau,
- các nhà đầu tư có thể tăng lợi suất của họ chỉ bằng cách tăng mức rủi ro mà họ có thể chấp nhận.

Các nhà đầu tư luôn hành xử như vậy, những hành động đó khiến thế giới đầu tư được gọi là "thị trường hiệu quả", nơi

không một khoản đầu tư nào có mức lợi suất đã điều chỉnh theo rủi ro cao hơn những khoản đầu tư khác. Và tất nhiên, thị trường luôn hoạt động không như chúng ta nghĩ - chắc chắn là mọi thứ không phải lúc nào cũng được định giá đúng - nhưng nhìn chung, những gợi ý về một thị trường hiệu quả là quá hợp lý để có thể bỏ qua.



Một chìa khóa quan trọng cần chú ý đến là những dao động trong thái độ đối với rủi ro có thể tạo ra những ngoại lệ cho các nguyên tắc được mô tả ở trên. Đôi khi các nhà đầu tư trở nên quá thận trọng với rủi ro và đôi khi họ lại quá dễ dãi và chấp nhận rủi ro thái quá.

Khi các sự kiện tích cực xảy ra như được mô tả ở chương trước, khi sự hưng phấn, lạc quan và lòng tham tăng lên, các nhà đầu tư có xu hướng ít thận trọng với rủi ro hơn so với bình thường, cũng như ít hơn so với những gì họ nên làm. Những tác động của nó là gì? (nối tiếp phần hành động của các nhà đầu tư được liệt kê ở trang 150)

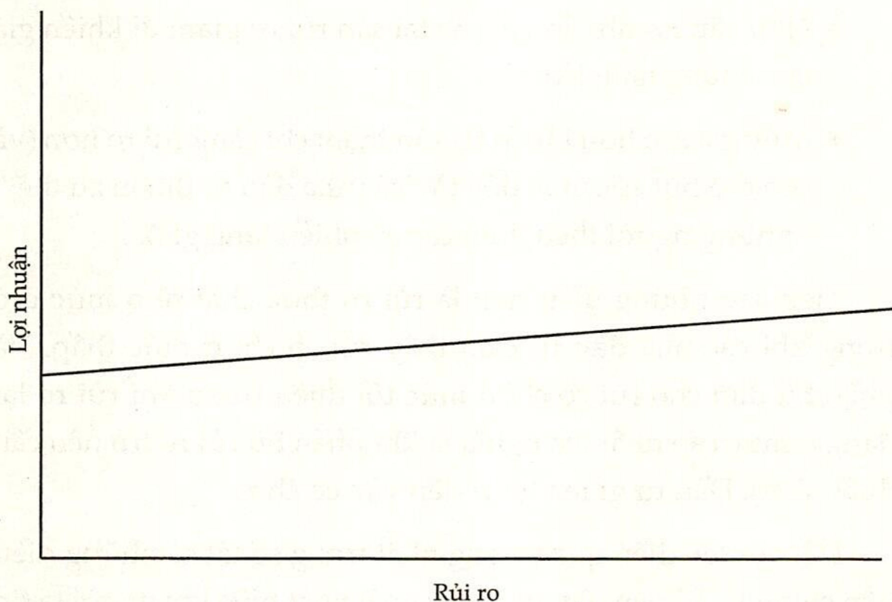
- Bởi vì họ cảm thấy khả quan hơn về môi trường đầu tư và lạc quan hơn về những kết quả có thể xảy ra, họ giảm bớt sự thận trọng của mình trong quá trình đầu tư.
- Bởi vì họ không còn xem đầu tư là rủi ro nữa, nên họ thấy không cần thiết phải phân tích một cách cẩn thận.
- Họ có xu hướng đưa ra các nhận định hào phóng hơn và thay thế sự hoài nghi bằng lòng tin vô điều kiện.
- Họ sẵn sàng thực hiện đầu tư dù biên an toàn giảm đi.

- Không còn lo lắng khi nhìn nhận rủi ro, họ không có nhu cầu nhận phần bù đắp cho những rủi ro như trước nữa.
- Họ hành động bớt chặt chẽ hơn, vì họ đang bị hấp hẫn bởi lợi nhuận từ những phương án đầu tư rủi ro, và họ bớt nhạy bén với những rủi ro mà mình bị dính vào.

Đó là tất cả các lý do, mà như bạn sẽ thấy trong các chương tiếp theo, khiến các khoản đầu tư tài chính dễ bị dao động nhất thường xuất hiện trong các nền kinh tế và thị trường tài chính sôi nổi nhất. Những thời điểm tốt đẹp có thể khiến con người hành xử lạc quan hơn, bớt thận trọng và thực hiện các khoản đầu tư mà lợi suất không đủ để bù đắp rủi ro. Hơn nữa, bởi vì các nhà đầu tư bớt bi quan và bớt cảnh giác, họ thường có xu hướng không đoái hoài tới những khoản đầu tư ở mức an toàn trên tiến trình liên tiếp của rủi ro/lợi nhuận. Sự kết hợp các yếu tố này khiến mức giá của các tài sản rủi ro lớn hơn các tài sản an toàn. Do vậy, không có gì ngạc nhiên khi các khoản đầu tư thiếu khôn ngoan lại thường được thực hiện tại những thời điểm tốt đẹp hơn là những lúc khó khăn. Điều này xảy ra ngay cả khi mức giá cao hơn cho khoản đầu tư mạo hiểm có thể có nghĩa là phần bù đắp cho rủi ro ít ỏi hơn so với những thời điểm nhà đầu tư cảnh giác với rủi ro.

Phần bù rủi ro giảm đi khiến cho độ dốc của đường thị trường vốn bị san bằng. Quay trở lại hình học cấp ba, chúng ta nhớ rằng độ dốc của một đường thẳng trong đồ thị là quãng đường di chuyển trên trục tung khi một đơn vị trên trục hoành thay đổi. Độ dốc của đường thị trường vốn phản ánh lượng tăng lên của lợi nhuận tiềm năng trên một đơn vị tăng thêm của rủi ro phải gánh chịu. Do vậy đó là một cách thể hiện trực tiếp mức độ thận trọng với rủi ro hiện hữu trên thị trường.

Tại những thời điểm người ta lãng quên rủi ro – tức nhà đầu tư chấp nhận rủi ro ở mức cao, nhu cầu về phần bù rủi ro bị giảm đi khiến cho độ dốc của đồ thị bị san bằng và lượng bù đắp cho rủi ro cũng thu nhỏ lại.



Phần thấp của đường dốc thị trường vốn được định nghĩa là có ít lợi nhuận tăng thêm hơn trên mỗi mức rủi ro tăng thêm. Hiểu một cách đơn giản là phần bù đắp cho việc chấp nhận rủi ro bị thấp hơn mức trung bình.

Theo quan điểm của tôi, tất cả những nhận định trên đều đến một cách hợp lý từ những quan sát trực tiếp. Quá trình đó được mô tả như sau:

- Các sự kiện tích cực khiến cho sự lạc quan tăng lên.
- Sự lạc quan tăng khiến cho con người dễ chấp nhận rủi ro hơn.

- Dễ dàng chấp nhận rủi ro hơn khiến nhu cầu bù đắp rủi ro thấp đi.
- Phần bù rủi ro giảm đi khiến nhu cầu lợi nhuận với các tài sản rủi ro thấp đi.
- Nhu cầu lợi nhuận với các tài sản rủi ro giảm đi khiến giá của chúng tăng lên.
- Mức giá cao hơn khiến tài sản thậm chí càng rủi ro hơn (và còn thu hút sức mua đến từ "các nhà đầu tư thuận xu thế[1]" - những người theo đuổi các cổ phiếu tăng giá).

Tiếp sau những điều trên là rủi ro thực chất sẽ ở mức cao trong khi các nhà đầu tư cảm thấy rủi ro chỉ ở mức thấp. Và phần bù đắp cho rủi ro chỉ ở mức tối thiểu trong khi rủi ro lại đang ở mức cao nhất (có nghĩa là khi phần bù rủi ro trở nên cần thiết nhất). Đầu tư gì mà lý trí đến vậy cơ chứ!

Đối với tôi, điều quan trọng nhất trong số tất cả những điều trên chính là: Khoản đầu tư rủi ro nhất xuất hiện khi người ta tin rằng chẳng hề có rủi ro. Sự chấp nhận rủi ro diễn ra trên phạm vi rộng – tức nhà đầu tư dễ dãi với rủi ro ở mức cao – là điềm báo lớn nhất cho sự suy giảm của thị trường. Nhưng bởi vì hầu hết các nhà đầu tư đang đi theo quá trình được mô tả ở trên, nên điều này hiếm khi được nhận thức tại thời điểm mà việc nhận thức nó – và trở nên thận trọng – là điều quan trọng nhất.



[1] Nhà đầu tư thuận xu thế (momentum investor) là những nhà đầu tư mua cổ phiếu có 3-12 tháng gần nhất đem lại lợi nhuận cao và họ bán ra các cổ phiếu thua lỗ trong cùng thời gian đó.

Bởi vì mặt còn lại của đồng xu hẳn đã rõ ràng, nên tôi không viết cụ thể ra nữa. Nhưng tôi sẽ dành một phút để nói về những điều xảy ra khi chu kỳ thái độ đối với rủi ro dao động theo hướng đi xuống, khiến các nhà đầu tư thận trọng với rủi ro hơn.

Một trong những điểm quan trọng nhất của chu kỳ tâm lý là các thái cực. Sự dao động của các chu kỳ không chỉ có các hướng và các mức độ hợp lý, mà còn diễn ra theo những cách khác thường và thái quá. Ví dụ, đôi khi các nhà đầu tư sẽ tập trung lại với nhau và nói rằng: "Hãy bất chấp rủi ro, tất cả chúng ta sẽ trở nên giàu có." Sự hăng hái và phấn khích khiến họ phải trả mức giá quá cao - và khiến họ chấp nhận một câu chuyện rõ ràng là không thực tế - đến mức thực ra là nó sẽ thật nực cười nếu những thiệt hại không to lớn đến vậy.

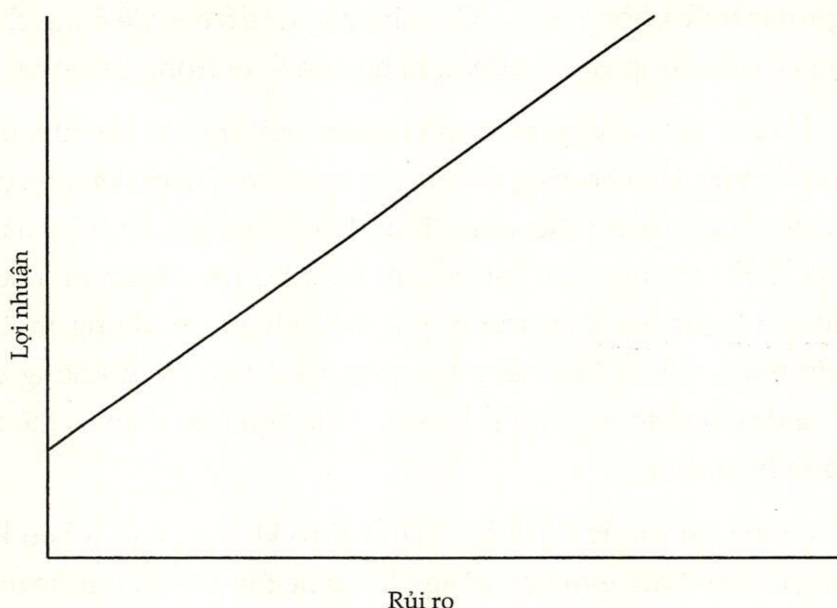
Sau khi những sai lầm mà họ mắc phải đã đi quá xa – và họ thua rất nhiều tiền khi những dao động đi xuống lại hướng về kết quả là ta phải thận trọng hơn, họ tự khiển trách mình vì đã quá tham lam và cả tin. Họ tự hỏi tại sao họ có thể hành động ngu ngốc đến vậy. Họ thú nhận họ chưa bao giờ thực sự hiểu những hoạt động đầu tư đầy thú vị và phấn khích mà mình đã nhúng tay vào. Và họ thề là sẽ không bao giờ làm điều đó một lần nữa.

Cũng như mức độ thận trọng trước rủi ro không đủ lớn sẽ khiến các nhà đầu tư đẩy giá lên cao và "đu" đỉnh – điều sinh ra bởi quan niệm kiếm tiền quá dễ dàng trong một thế giới mà họ không nhận thấy có rủi ro gì xảy ra; bây giờ họ lại đẩy giá xuống và bán khi giá chạm đáy. Trải nghiệm không mấy dễ chịu mới phải trải qua đã thuyết phục họ - trái ngược với những gì họ từng nghĩ khi mọi thứ diễn ra tốt đẹp - rằng đầu

tư là một lĩnh vực rủi ro mà họ không nên tham gia. Và kết quả là sự thận trọng với rủi ro của họ sẽ đi thẳng từ "không đủ lớn" đến "thái quá".

- Với kinh nghiệm đau thương mới xảy ra và suy nghĩ tiêu cực về những thứ sắp tới, họ trở nên thận trọng hơn.
- Vì bây giờ, họ nghĩ hoạt động đầu tư gắn liền với thua lỗ chứ không phải lợi nhuận, họ sẽ nhấn mạnh việc phải tránh những rủi ro lớn hơn nữa chứ không tập trung tìm kiếm cơ hội trong tương lai.
- Họ chắc chắn những nhận định của họ đủ thận trọng để loại trừ mọi nguy cơ xuất hiện những kết quả thất vọng, và họ luôn hoài nghi tới cực đỉnh.
- Họ không thể xác định nổi việc đầu tư có thể đưa ra một biên an toàn phù hợp, dù chỉ là tưởng tượng.
- Bởi vì họ thấy rủi ro ở khắp mọi nơi, nên họ coi những phần bù rủi ro to lớn hiện tại cũng là chưa đủ.
- Họ trở nên lo lắng. Cũng như việc chấp nhận rủi ro đã biến họ thành người mua tài sản bị định giá quá cao, bây giờ sự sợ hãi rủi ro khiến họ trở thành những người bán - chắc chắn không phải người mua nữa - khi giá tài sản chạm đáy.

Đó chính là vấn đề. Trong trường hợp này, những nhận định về rủi ro bị phóng đại và độ dốc của đường thị trường vốn trở nên quá cao.



Nói một cách chính xác, trái ngược với sự mô tả của tôi về đường thị trường vốn bằng phẳng, phần cao hơn của đồ thị này có nghĩa là mức tăng lợi nhuận kỳ vọng trên mỗi mức rủi ro tăng thêm sẽ lớn bất thường. Đó là một thị trường thận trọng với rủi ro và nó đưa ra mức bù đắp phóng đại với phần rủi ro phải gánh chịu. Do vậy, phần thưởng đối với chấp nhận rủi ro tăng thêm sẽ lớn nhất tại thời điểm - không, nói đúng hơn, sẽ lớn nhất *bởi vì* - mọi người hoàn toàn không chịu chấp nhận rủi ro.

Bởi vì thái độ đối với rủi ro dao động từ cao xuống thấp, cho nên cơ hội tạo ra lợi nhuận hay thua lỗ cũng vậy. Khi mọi thứ tốt đẹp và giá tài sản bay cao, các nhà đầu tư thường nhìn về tương lai với viễn cảnh màu hồng, rủi ro như một người bạn và lợi nhuận có thể dễ dàng kiếm được. Mọi người đều có cùng một thái độ như nhau, có nghĩa là mức giá trở nên bất ổn định vì

người ta ít đề phòng rủi ro. Các nhà đầu tư trở nên dễ dàng chấp nhận rủi ro đúng vào lúc đáng ra họ nên thận trọng trước rủi ro.

Và khi các sự kiện trở nên bi quan, thái độ của các nhà đầu tư cũng vậy. Họ cho rằng thị trường là một nơi ném tiền qua cửa sổ, rủi ro trở thành thứ phải tránh bằng mọi giá và tiềm năng thua lỗ là một nguy cơ rất dễ xảy ra. Như tôi đã mô tả ở cuối chương trước, sự thận trọng quá mức khiến (a) không một ai chấp nhận những khả năng lạc quan và (b) họ cũng không thể đồng thuận rằng giả thuyết họ đưa ra là "quá *tồi tệ* để có thể trở thành hiện thực".

Giống như mức độ chấp nhận rủi ro không có giới hạn khi đang ở trên đỉnh, giới hạn cũng không hề tồn tại khi ở mức đáy. Những sự kiện tiêu cực có thể khiến giá giảm xuống tới mức sự thua lỗ khó có thể xảy ra và lợi nhuận có thể đạt được trở nên khổng lồ. Nhưng nỗi đau từ sự suy giảm trước đó có xu hướng làm nhà đầu tư thêm thận trọng với rủi ro và khiến họ đứng ngoài cuộc chơi đúng vào lúc mức giá (và do đó rủi ro) đang ở mức thấp nhất.



Tôi cũng muốn đưa ra một ví dụ thực tế về sự thay đổi trong thái độ, cùng với những lợi ích của việc xác định số lượng, trích từ bài "Điểm cân bằng giữa hai thái cực" (tháng 7 năm 2004):

> Sự phổ biến của chấp nhận rủi ro (hoặc bỏ qua rủi ro) vào cuối những năm 1990 là rất rõ ràng. Cá nhân tôi từng nghe một chiến lược gia môi giới chứng khoán giỏi giang nói rằng: "Cổ phiếu đang được định giá ở mức quá cao, nhưng vẫn chưa đủ cao để ngăn người ta đừng mua chúng."

Những thái độ chấp nhận rủi ro này sẽ không tồn tại mãi mãi. Cuối cùng, một thứ gì đó cũng sẽ can thiệp, bộc lộ những điểm không hoàn hảo của các chứng khoán và các mức giá quá cao. Giá sẽ giảm xuống. Các nhà đầu tư sẽ không thích cổ phiếu khi nó ở mức 60 đô la so với khi nó ở mức 100 đô la. Nỗi sợ hãi sẽ thua nốt các cổ phiếu 60 đô la kia còn lớn hơn thôi thúc gỡ gạc phần 40 đô la bị lỗ. Sự thận trọng với rủi ro cuối cùng sẽ thúc đẩy chính nó (và thường trở nên thái quá).

Định lượng của chu kỳ thì sao? Vào giữa năm 1998, ngay trước khi sự sụp đổ của công ty Quản lý vốn dài hạn (LTCM) khiến các nhà đầu tư (không tính những cá nhân nhạy bén) tỉnh trí, chỉ có 12,5 tỷ đô la trái phiếu không bị vỡ nợ mang lại lợi suất hơn 20%. Bởi vì các nhà đầu tư không mấy lo lắng về rủi ro, họ yêu cầu phải có lợi nhuận cực cao từ một vài trái phiếu không bị vỡ nợ, thái độ này có thể được mô tả tốt nhất bằng từ "bình thản".

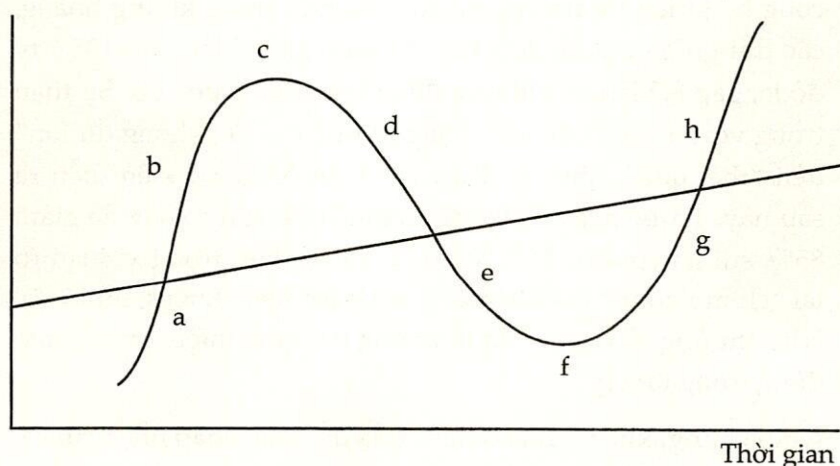
Nhưng sự sụp đổ của LTCM đã thức tỉnh các nhà đầu tư về sự tồn tại của rủi ro, và một năm sau đó, lượng trái phiếu có lợi suất hơn 20% đã tăng lên gấp ba lần, lên tới 38,7 tỷ đô la. Trước khi đến giữa năm 2002, khi các vụ bê bối của các công ty được công bố khiến thị trường nợ rơi vào tình trạng khủng hoảng, các trái phiếu đạt lãi 20% này đã tăng giá trị lên đến 105,6 tỷ đô la, gấp 8,5 lần so với thời điểm bốn năm trước đó. Sự thận trọng với rủi ro đã đi một chặng đường dài từ "không đủ lớn" đến "thái quá", như đã được thể hiện ở các sự kiện diễn ra sau này. Trước ngày 31 tháng 3 năm 2004, con số này đã giảm 85%, sụt lại chỉ còn 16,2 tỷ đô la; và sự thận trọng với rủi ro lại "chìm xuống" (và khả năng sẽ lại trở nên "không đủ lớn"). Như thường lệ, thực tế đã bị phóng đại quá nhiều bởi các dao động trong tâm lý.

Nhìn chung, khi các nhà đầu tư quá dễ dàng chấp nhận rủi ro, thì giá chứng khoán có thể chứa đựng nhiều rủi ro hơn là tạo ra

lợi nhuận. Khi các nhà đầu tư quá thận trọng với rủi ro, thì mức giá lại có thể mang về nhiều lợi nhuận hơn là rủi ro.

Tiêu đề của bài viết được trích dẫn ở trên là "Điểm cân bằng giữa hai thái cực", nó được lấy cảm hứng từ sự thông thái của mẹ tôi và những lời nhắc nhở liên tục của bà rằng chúng ta nên tránh những hành vi thái quá. Thay vào đó, chúng ta nên có xu hướng hướng về những điểm giữa của hầu hết các vấn đề - hướng tới sự cân bằng hợp lý giữa "quá nhiều" và "quá ít".

Nhưng với kinh nghiệm của một nhà đầu tư, tôi tin rằng những điểm cân bằng giữa hai thái cực hiếm khi xảy ra. Nếu bạn suy nghĩ về những gì tôi đã đề cập về biểu đồ của một chu kỳ điển hình ở trang 42, bạn có thể sẽ ấn tượng khi thấy rằng trong các giai đoạn "a", "d", "g", các hiện tượng mang tính chu kỳ có xu hướng di chuyển từ các điểm cực để hướng về những điểm trung bình hợp lý hơn. Quả thật là những giai đoạn đầy lý trí!



Nhưng sau đó, như tôi đã chỉ ra, thường thì "sự điều chỉnh từ các điểm cực" tiếp tục đi qua điểm chính giữa trong các giai đoạn "b", "e" và "h" và hướng về các điểm cực đối diện.

Khi một nhà thống kê nhìn vào biểu đồ trên, anh ta sẽ nói với bạn rằng *xét trung bình*, hiện tượng được đưa ra ở biểu đồ sẽ đạt giá trị trung tâm hoặc tuân theo xu thế trường kỳ. Nhưng chúng ta lại thấy hiện tượng ấy gần như luôn chuyển động: Nó dao động tách xa hoặc tiến đến gần những điểm chính giữa này. Thực tế, thời gian nó duy trì ở cực cao và cực thấp là như nhau và bằng với thời gian nó dừng lại ở điểm cân bằng giữa hai thái cực. Thái độ của hầu hết các nhà đầu tư đối với rủi ro cũng diễn ra như vậy.

Nguồn rủi ro lớn nhất trong đầu tư là gì? Liệu nó có đến từ sự phát triển kinh tế tiêu cực hay không? Chúng ta không có đủ dự báo về các sự kiện doanh nghiệp? Các công ty sở hữu những sản phẩm thiếu tính canh tranh? Thu nhập giảm? Độ tin cậy thấp? Không, rủi ro đến từ giá tài sản ở mức quá cao - nó là kết quả của một vài cách phân tích đầu tư mới và đầy lôi cuốn, những điều không thể điều chỉnh theo những nguyên tắc cơ bản. Chính điều đó khiến mức giá cao bất hợp lý được đưa ra. Và khi nào thì giá đạt đến mức đó? Câu trả lời là khi sự thận trọng trước rủi ro và tinh thần cảnh giác bị bốc hơi, để sự chấp nhận rủi ro và tinh thần lạc quan nắm quyền kiểm soát. Tình cảnh này là kẻ thù lớn nhất của các nhà đầu tư.

ĐIỀU GÌ SẼ XẢY RA NẾU SỰ THẬN TRỌNG VỚI RỦI RO CHƯA ĐỦ LỚN?

Khủng hoảng tài chính toàn cầu năm 2007-2008 đã bộc lộ sự sụt giảm tài chính lớn nhất xảy ra trong cuộc đời tôi, và kết quả là nó mang lại cơ hội tốt nhất để ta quan sát, phân tích và học hỏi. Sự kiện này được hình thành bởi một số sự phát triển. Dưới đây là một phần danh sách:

- Các chính sách của chính phủ đã giúp mở rộng quyền sở hữu nhà đất, giờ những người xét về hồ sơ quá khứ không đủ khả năng mua nhà cũng có thể sở hữu một ngôi nhà riêng. Các chính sách này có hiệu lực vào thời điểm giá nhà tăng vọt.

- Ngân hàng trung ương đã đẩy lãi suất xuống thấp, khiến tăng nhu cầu về các công cụ đem về lợi suất cao hơn, ví dụ như các chứng khoán được đảm bảo bằng thế chấp.

- Các ngân hàng có xu hướng đưa ra nhiều gói vay thế chấp hơn và họ bán chúng ra thị trường (thay vì giữ lại chúng).

- Các quyết định cho vay, lập cấu trúc, xếp hạng tín dụng và đầu tư được thực hiện dựa trên cơ sở là những suy luận mù quáng về tỷ lệ vỡ nợ thế chấp thấp trong lịch sử.

- Bốn điểm trên càng làm hoạt động mở rộng khoản vay thế chấp được đẩy mạnh, cùng với đó là giảm thiểu các tiêu chuẩn cho vay.

- Các chứng khoán được đảm bảo bằng thế chấp mới xuất hiện và chưa được kiểm chứng đang phát triển, hứa hẹn đem về lợi suất cao với mức rủi ro thấp - một điều hết sức hấp dẫn trong thời điểm sự hoài nghi không hề tồn tại.

- Luật và các quy định có tính bảo vệ đã được nới lỏng, như đạo luật Glass-Steagall (cấm thành lập các tập đoàn tài chính), quy tắc đánh dấu kiểm lên – hay quy tắc uptick (ngăn chặn các nhà giao dịch không được hạ thấp giá cổ phiếu thông qua việc không ngừng bán khống), cũng như các quy tắc giới hạn đòn bẩy của các ngân hàng chỉ cho phép nó đạt mức gấp gần ba lần.
- Cuối cùng, giới truyền thông phát hành những bài báo loan tin rủi ro đã được loại bỏ bởi sự kết hợp của:
    - o Sự khéo léo của ngân hàng trung ương, cơ quan mà ta có thể nhờ cậy sẽ bơm kích thích tăng trưởng bất cứ khi nào nền kinh tế trì trệ.
    - o Sự tự tin rằng dòng chảy thanh khoản dư thừa đi đến Trung Quốc (từ các hoạt động xuất khẩu của nước này) cũng như đến các nhà sản xuất dầu mỏ sẽ không bao giờ quay trở lại thị trường của chúng ta, làm tăng giá tài sản.
    - o Những cải tiến mới của Phố Wall giúp rủi ro được "cắt và thái nhỏ" đầy tinh tế, khiến rủi ro phân bổ rộng rãi và chỉ đến với những người phù hợp nhất trong việc chấp nhận chúng.

Sự tồn tại của tất cả các yếu tố trên đã cho thấy sự hiện diện của việc chấp nhận rủi ro. Thực tế, các điều trên không thể nổi lên nếu thái độ chấp nhận rủi ro không chi phối tâm lý các nhà đầu tư, người cho vay, người đi vay và những người làm luật. Sự tồn tại của việc chấp nhận rủi ro trong vài năm ngay trước

thềm khủng hoảng đáng ra phải rất đáng lo ngại, vì nó hàm ý rằng sự lo lắng, thận trọng và hoài nghi không hề xuất hiện.

Những sự phát triển như trên, cũng như việc chấp nhận rủi ro hoặc lãng quên rủi ro ẩn sau chúng, cuối cùng sẽ dẫn đến những hành vi tài chính không an toàn, cụ thể là thông qua việc phát hành các công cụ tài chính không chính đáng và có nguy cơ thất bại cao. Khả năng vay được một lượng vốn lớn với lãi suất thấp khiến cho những người mua tài sản coi giai đoạn này là "thời hoàng kim". Nhưng đặc điểm chính của chúng không phải là tính chính đáng, mà cũng không phải mức giá hời. Thay vào đó, nhờ đòn bẩy rất sẵn có, việc đầu tư "nặng tay" vào các tài sản có mức giá đã lên rất cao trở nên dễ dàng, và cũng rất dễ đầu tư vào các sản phẩm đã được kích cầu đầy đổi mới, nhưng giả tạo và không qua kiểm chứng - rất nhiều trong số này trở thành những phi vụ thất bại.

Có lẽ quan trọng nhất trong số các yếu tố cấu thành, đó là giai đoạn này được đánh dấu bằng hành vi rủi ro từ phía các tổ chức tài chính. Khi thế giới đầu tư đang xoay quanh các sự kiện vĩ mô lành mạnh, các hoạt động siêu tài chính và các cách tân tài chính, thì các nhà cung cấp vốn lại có xu hướng cạnh tranh để giành lấy thị trường trong một quy trình mà tôi gọi là "chạy đua về đáy". Tình hình trong những năm 2005-2007 được CEO của Citigroup - Charles Prince tóm tắt vào tháng 6 năm 2007, gần như vào cái đêm ngay trước khi Khủng hoảng tài chính toàn cầu nổ ra, Tuyên bố của ông đã trở thành một biểu tượng của thời đại: "Xét về mặt thanh khoản, thì khi tiếng nhạc dừng lại, mọi thứ sẽ trở nên phức tạp. Nhưng miễn là bản nhạc vẫn đang được chơi, bạn phải đứng dậy và nhảy. Chúng ta hiện vẫn đang nhảy múa."

Nói cách khác, các ngân hàng phải, và đang thực hiện, những điều phụ phuộc vào sự thành công của các điều kiện thuận lợi bất thường và kéo dài liên tục. Nhưng vấn đề sẽ xảy ra nếu các điều kiện đó trở lại bình thường. Tuy thế, không có một ngân hàng nào có thể từ chối tham gia vì nỗi sợ mất thị phần. Các công cụ chưa được kiểm chứng và có nguy cơ thua lỗ, nhưng không ai sẵn lòng hy sinh thị phần của mình. Đó là một dạng hành vi đám đông tiêu biểu... tạo ra... và làm chu kỳ thêm trầm trọng.

Về mặt lý thuyết, một CEO của một ngân hàng có thể từ chối không dính líu tới sự điên rồ này. Nhưng theo thực tế, bất cứ ai đứng ngoài "vũ điệu" đều sẽ mất thị phần và không có được những đồng tiền "dễ kiếm" mà các đối thủ cạnh tranh đang đua nhau bỏ túi, rồi người ngoài cuộc có thể sẽ bị những nhà đầu tư nhiệt huyết cho mất việc. Do đó các ngân hàng đã hành động thật quyết liệt để sở hữu cơ hội cấp vốn như thể bản nhạc sẽ không bao giờ dừng lại. Nhưng nhận thức về chu kỳ khiến ta hiểu rõ rằng bản nhạc cuối cùng rồi cũng sẽ kết thúc. Chấp nhận rủi ro và bỏ qua rủi ro đóng một phần quan trọng trong giai đoạn đi lên – giai đoạn diễn ra trước và tạo ra cơ sở cho mọi giai đoạn đi xuống dữ dội.

Khi giai đoạn năm 2005-2007 diễn ra, nó đã mang đến một cơ hội tuyệt vời để ta quan sát các sự kiện hình thành nên thái độ rõ nét đối với rủi ro ở những người tham gia thị trường và đưa ra những kết luận hữu ích. Tôi tin rằng đoạn trích dẫn dưới đây từ bài "Chạy đua xuống đáy" mà tôi viết vào tháng 2 năm 2007 - chỉ vài tháng trước khi xuất hiện những dấu hiệu đầu tiên cảnh báo khoảng thời gian tồi tệ sắp xảy ra – là một ví dụ tuyệt

vời cho vấn đề này. Nó cho thấy giá trị tiềm năng của những kết luận rút ra từ những kinh nghiệm độc lập và có lẽ mang tính chất giai thoại:

> Dù một vài năm gần đây đã cho tôi rất nhiều cơ hội để ngỡ ngàng về sự dư thừa của thị trường vốn, thì lần này, điều khiến tôi phải lên tiếng và viết bản ghi nhớ này là một bài báo ở Anh trong lần cuối tôi đến đây. Theo tờ *Financial Times* đưa tin vào ngày 1 tháng 11 năm 2006:
>
> > Abbey, nhà cung cấp các khoản vay mua nhà lớn thứ hai ở Anh, đã tăng số tiền tiêu chuẩn mà họ sẽ cho những người mua nhà vay lên gấp năm lần tiền lương của một hoặc nhiều người vay, vượt hơn hẳn mức cho vay truyền thống là gấp khoảng 3,5 lần tiền lương.
>
> Nói cách khác, có một quy tắc truyền thống dựa trên kinh nghiệm cho rằng những người đi vay có thể thanh toán các khoản thế chấp một cách an toàn khi số tiền vay gấp ba lần tiền lương của họ. Nhưng bây giờ họ có thể vay với số tiền gấp năm lần lương, tăng thêm khoảng 50%. Những kết luận gì nên được đưa ra? Có ít nhất bốn khả năng có thể xảy ra:
>
> - Những tiêu chuẩn cũ quá hà khắc, còn tiêu chuẩn mới thì chính xác.
> - Các điều kiện đã thay đổi, các tiêu chuẩn mới hiện đã đủ thận trọng, cũng như những tiêu chuẩn cũ từng phù hợp trong quá khứ.
> - Hoàn toàn hợp lý khi người cho vay thế chấp đồng ý cho vay với rủi ro vỡ nợ cao hơn, dẫn tới lợi nhuận ròng thấp hơn, bởi vì chi phí vốn của họ đã giảm.
> - Sự vội vàng trong việc xuất tiền ra thị trường khiến các nhà cung ứng vốn nới lỏng các tiêu chuẩn cho vay.

Bây giờ, tôi không còn là một chuyên gia về thị trường thế chấp ở Anh nữa, và ý định của tôi trong bài viết này là đưa ra những bình luận về xu hướng của thị trường vốn xét tổng quan, không riêng về lĩnh vực nào. Hơn nữa, chắc chắn rằng mức lãi suất thấp hơn của ngày hôm nay có nghĩa là với một mức lương nhất định, ta có thể đảm bảo vay khoản thế chấp lớn hơn (và điều đó có khả năng đúng với điều kiện là [1] người đi vay duy trì ổn định công việc của mình và [2] các khoản thế chấp của họ có mức lãi suất cố định). Nhưng nếu bạn nghĩ rằng lý do Abbey thực hiện hành động này hợp lý như tôi vừa nói, thì câu hỏi đặt ra là "Tại sao lại là bây giờ?"

Những lý do hợp lý và những quyết định tỉnh táo có thể xuất hiện ở đây. Nhưng sự cạnh tranh để cho vay cũng có thể là lý do, cũng như niềm tin thường thấy vào phút cuối rằng: "Lần này mọi thứ sẽ khác." Những người cho vay và các nhà đầu tư luôn bỏ qua những quy tắc vốn có khi chu kỳ di chuyển về các thái cực, vì họ tin rằng các điều kiện hiện tại đã khác so với các điều kiện xảy ra trong quá khứ, khi đó các quy tắc trên mới được xét là phù hợp. Và cũng như mọi khi, các chu kỳ thì lặp lại và chẳng có gì thực sự thay đổi.

Chúng ta nhìn thấy những gì trong thị trường cho vay thế chấp ở Hoa Kỳ khi giá nhà tăng và lãi suất giảm? Đầu tiên, lãi suất ban đầu thấp. Sau đó là tỷ lệ cho vay trên giá trị tăng cao. Tiếp theo là tài trợ vốn 100%. Tiếp nữa, các khoản vay chỉ phải trả gốc dần ở mức thấp. Sau đó, các khoản vay còn không cần phải trả gốc theo hạn. Tiếp, các khoản vay không yêu cầu bất kỳ giấy tờ nào liên quan đến công việc hoặc lịch sử tín dụng. Tất cả những điều này có thể giúp nhiều người vay tiền thuận lợi hơn để mua những ngôi nhà đắt tiền hơn, nhưng đồng thời, người cho vay thế chấp lại gặp phải nhiều rủi ro hơn. Và những phát triển trên diễn ra khi giá nhà cao ngất trời và lãi suất thì ở mức thấp nhất trong nhiều thập kỷ. Cuối cùng, những người mua

đã được vay những khoản thế chấp lớn nhất có thể dựa trên thu nhập của họ với mức lãi suất hiện hành. Những khoản vay thế chấp như vậy có thể giúp họ sở hữu ngôi nhà như trong mơ ước… và cho phép họ sống trong ngôi nhà đó chừng nào các điều kiện không bị biến đổi – điều lúc nào cũng xảy ra.

Bạn còn nhớ trò chơi Đấu-giá-số-nốt trong chương trình truyền hình *Đoán tên giai điệu* không? Người chơi X nói rằng: "Tôi có thể đoán tên của giai điệu trong sáu nốt nhạc." Sau đó người chơi Y nói: "Tôi có thể đoán tên của giai điệu trong năm nốt nhạc." Rồi người chơi X lại nói: "Tôi có thể đoán tên giai điệu trong bốn nốt nhạc." Cuối cùng, người chơi có cơ hội đoán tên của giai điệu là người sẵn sàng chấp nhận vị thế rủi ro nhất, tức là cố gắng đoán khi thông tin cơ bản là ít ỏi nhất.

Vì vậy, Ngân hàng Ireland đã tham gia vào cuộc cạnh tranh cho vay tiền mua nhà và tuyên bố: "Tôi sẽ cho vay ở mức 4,5 lần mức lương của người vay." Và Abbey sau đó cũng tuyên bố: "Tôi sẽ cho vay ở mức gấp 5 lần." Cuối cùng, người chiến thắng trong cuộc đấu giá này là người đã cho vay ở mức cao nhất với độ an toàn thấp nhất. Liệu rằng đây thực tình là một chiến thắng hay thất bại sẽ trở nên rõ ràng khi chu kỳ quay ngược lại, như nó đã diễn ra ở Mỹ vào năm ngoái. Nhưng một điều chắc chắn là có một cuộc đua xuống đáy đang diễn ra… đây là cuộc thi xem ai trở thành tổ chức cho vay khi phạm vi được sai sót vô cùng nhỏ bé…

Cho dù bạn có tính toán như thế nào thì tiêu chuẩn của các khoản vay thế chấp đã giảm trong những năm gần đây, còn rủi ro thì ngày càng tăng. Điều này có được dựa trên những lý do hợp lý không? Có lẽ có. Nó đã có tính chu kỳ (và làm chu kỳ thêm trầm trọng) hay không? Tôi cho là có. Tờ *Financial Times* đã trích lời John Paul Crutchley, một nhà phân tích ngân hàng tại Merill Lynch: "Khi Abbey cho vay ở mức gấp 5 lần lương, điều đó có thể hoàn toàn hợp lý - hoặc có thể là một rủi ro

khổng lồ." Chắc chắn là các khoản cho vay thế chấp đã trở nên rủi ro hơn. Chúng ta sẽ nhìn thấy kết quả trong một vài năm nữa, liệu đây có phải là một sự chấp nhận rủi ro thông minh hay là một cơn sốt cạnh tranh quá mức…

Các điều kiện của thị trường tài chính ngày nay có thể dễ dàng tóm tắt lại như sau: tính thanh khoản tràn ngập toàn cầu, lãi suất ở các khoản đầu tư truyền thống chỉ ở mức tối thiểu, hiếm thấy những bận tâm về rủi ro, và lợi nhuận trong tương lai thì vô cùng ít ỏi ở khắp mọi nơi. Do vậy, khi lợi nhuận thu về có tiềm năng tăng lên (dù vẫn thấp hơn mức được hứa hẹn trong quá khứ), thì các nhà đầu tư rất sẵn lòng chấp nhận những rủi ro to lớn, như hiệu quả đòn bẩy tăng lên, các sản phẩm phái sinh chưa được kiểm tra và cơ cấu giao dịch kém. Chu kỳ hiện tại không hề bất thường về mặt hình thức, mà chỉ bất thường về mức độ. Theo tôi kết quả cuối cùng sẽ chẳng còn bí ẩn nào nữa, nhưng tại thời điểm này của chu kỳ, những người lạc quan đang có vẻ là những người thành công hơn cả.

Vì kết luận như trên thường sẽ chuẩn xác, tôi có thể làm bài viết này ngắn đi bằng cách chỉ đưa ra hai trích dẫn yêu thích của tôi, cả hai đều được viết ở dưới đây.

Đầu tiên là trích dẫn từ John Kenneth Galbraith, người đã qua đời vào năm ngoái. Tôi may mắn đã gặp ông Galbraith vài tiếng đồng hồ cách đây một năm rưỡi, và là người đầu tiên được học những điều thông thái từ ông. Phần trích dẫn này được lấy từ cuốn sách vô giá của ông, *A Short History of Financial Euphoria.* Nó dường như có vẻ đặc biệt thích hợp với tình cảnh hiện tại:

> Điều góp phần tạo nên… trạng thái hưng phấn là hai yếu tố nữa ít được chú ý trong thời đại của chúng ta cũng như trong quá khứ. Thứ nhất là ký ức tài chính cực kỳ ngắn ngủi. Kết quả là ta nhanh chóng lãng quên

> những thảm họa tài chính. Một hệ quả sau đó là khi những tình huống tương tự hoặc gần giống xảy ra một lần nữa, đôi khi chỉ trong một ít năm, chúng sẽ được tung hô bởi một thế hệ mới, thường là thế hệ trẻ trung và luôn tự tin tột bậc. Thế hệ này coi đây như một khám phá có tính cách tân tuyệt vời trong thế giới tài chính, và rộng hơn, trong thế giới kinh tế. Chỉ một ít lĩnh vực có sự nỗ lực của con người mà tính lịch sử lại không được đề cao, trong đó có thế giới tài chính. Kinh nghiệm trong quá khứ, nếu nó được coi là một phần ký ức, bị coi là nơi ẩn náu cổ lỗ của những người không đủ sâu sắc để trân trọng những điều kỳ diệu tuyệt đỉnh trong thời hiện tại.

Trích dẫn thứ hai là lời nhắc nhở nền tảng của Warren Buffet về sự cần thiết phải điều chỉnh các hành động tài chính dựa trên hành vi của các nhà đầu tư đang diễn ra xung quanh chúng ra. Nói ngắn gọn là:

> Người khác càng hành xử kém thận trọng, chúng ta càng phải thận trọng với những điều mình đang làm.

Bài viết này có thể được tóm tắt đơn giản như sau: Có một cuộc đua chạy xuống đáy đang diễn ra, phản ánh mức độ thận trọng của các nhà đầu tư và những người cung cấp vốn đang bị cắt giảm ở phạm vi rộng. Lúc này, không ai có thể chứng minh được liệu những người tham gia sẽ bị trừng phạt, hay hiệu suất dài hạn của họ sau cùng không tệ như những người phản đối đã đưa ra. Nhưng thường thì đó chính là điều sẽ xảy đến.

Nếu bạn từ chối rơi vào thị trường vô lo như hiện nay, thì có khả năng rằng, trong một khoảng thời gian, bạn sẽ (a) bị tụt lại khi xét về lợi nhuận và (b) bạn dường như có vẻ là một kẻ lạc hậu. Nhưng cả hai điều này đều không khiến bạn phải trả giá, nếu nó có nghĩa là bạn luôn tỉnh táo và bảo toàn được vốn khi

những người khác cuối cùng cũng đánh mất tất cả. Theo kinh nghiệm của tôi, khoảng thời gian dễ dãi luôn kéo theo sau một sự điều chỉnh mà ở đó các hình phạt sẽ xuất hiện. Lần này nó có thể không xảy ra, nhưng cũng không loại trừ khả năng. Hiện tại, Oaktree và nhân viên trong công ty sẽ tiếp tục áp dụng những tiêu chuẩn đã phục vụ chúng tôi rất tốt trong suốt hơn 20 năm qua.

Warren Buffet đã nói rất hay trong trích dẫn trên, nó là câu nói được tôi sử dụng thường xuyên. Tôi cho rằng câu nói đã tóm tắt hiện tượng này một cách thông minh, cũng như các phản ứng ngược xu thế cần phải hiện hữu. Khi những nhà đầu tư khác không lo lắng về rủi ro và không thận trọng, thì như Buffett nói, chúng ta càng phải trở nên thận trọng hơn. Nhưng nó cũng có thể hiểu như sau: Khi các nhà đầu tư khác hoảng loạn, chán nản và không thể hình dung ra lúc nào đáng liều lĩnh, thì chúng ta lại cần quyết liệt hơn.

ĐIỀU GÌ SẼ XẢY RA KHI QUÁ THẬN TRỌNG VỚI RỦI RO?

Tính đối xứng của chu kỳ tài chính, được mô tả trong chương II, đã đảm bảo rằng tình trạng chấp nhận rủi ro ở những năm 2005-2007, và hậu quả của nó là sự bùng nổ của việc phát hành các công cụ tài chính, sẽ kéo theo những điều chỉnh vô cùng đáng kể. Và tất nhiên, sự điều chỉnh đó đã được cụ thể hóa.

Như tôi đã nói trước đó, Khủng hoảng tài chính toàn cầu năm 2007-2008 cung cấp cơ hội (kiểu cơ hội xảy ra duy-nhất-một-lần-trong-đời) để ta được chứng kiến dao động quả lắc bất thường về mặt cảm xúc đi tới mức hoàn toàn tiêu cực, rồi chu kỳ thái độ đối với rủi ro đã đổi hướng, chuyển thành thận trọng với rủi ro một cách thái quá.

Những hành động là hệ quả của việc quá dễ dàng chấp nhận rủi ro trong những năm 2005-2007 - như vừa được mô tả - hóa ra là các hành động liều mạng vô ích, dẫn tới thua lỗ và đau đớn nặng nề:

- Rõ ràng rằng những nỗ lực mở rộng quyền sở hữu nhà đã dẫn đến cảnh những người không có khả năng mua nhà vẫn có thể sở hữu nhà. Hàng ngàn người đã mất đi số tiền họ dùng để thế chấp mua nhà, cùng với chi phí di chuyển và mọi hoạt động khác mà họ đã thực hiện.
- Người ta đã hiểu rằng chẳng hề khôn ngoan khi chấp thuận các khoản vay thế chấp dưới chuẩn mà không có căn cứ về thu nhập hoặc việc làm.
- Việc tiến hành các khoản cho vay thế chấp không hiệu quả, cùng với sự phổ biến của những hành vi gian lận không bị phát hiện, đã dẫn tới kết quả không đáng ngạc nhiên là rất nhiều khoản vay thế chấp đã được chấp thuận trong khi người đi vay không đủ khả năng thanh toán theo yêu cầu.
- Phép suy luận rằng trong lịch sử, các khoản vay thế chấp chỉ có tỷ lệ vỡ nợ thấp đã quên mất nguy cơ là việc tiến hành không hiệu quả có thể dẫn đến rủi ro vỡ nợ lên tới tỷ lệ chưa từng thấy.
- Bởi vì tỷ lệ vỡ nợ thực tế đã vượt qua tỷ lệ trong lịch sử, nên các xếp hạng nợ, dự báo thua lỗ, các chứng khoán được kích cầu và cơ cấu xuất hiện từ các khoản cho vay thế chấp dưới chuẩn cũng sẽ đưa ra những con số đáng ngại, chứng tỏ rằng xếp hạng khả quan của chúng trước đây thực ra là sai lầm.

- Chứng khoán kích cầu, được đảm bảo bằng thế chấp (và các công cụ tài chính phái sinh) nhìn chung đã chuyển từ những công cụ giúp tăng lợi nhuận sang những vũ khí tài chính có sức hủy diệt diện rộng, bởi các quỹ và các chứng khoán được kích cầu đã vi phạm các giao ước cho vay và những bên phát hành chúng cuối cùng cũng bị chứng minh là không đủ khả năng đảm bảo khoản nợ.
- Tất nhiên, như thường lệ, những sản phẩm tài chính mới đã chứng minh rằng những cải tiến tài chính hứa hẹn mức lợi suất cao cùng với rủi ro thấp hiếm khi có thể đảm bảo lời hứa hẹn của chúng.
- Đối với những quy định được nới lỏng, việc thu hồi đạo luật Glass-Steagall đã cho phép các tập đoàn tài chính được hoạt động và gây nên những vấn đề lớn; việc bãi bỏ quy tắc uptick đã cho phép cổ phiếu của các tổ chức tài chính bị đẩy xuống không ngừng; và nhiều ngân hàng hóa ra không đủ khả năng sống sót khi áp dụng mức đòn bẩy cao.

Bởi vì những gì đã xảy ra trước đó, hậu quả là rất nhiều khoản vay thế chấp bị vỡ nợ và dẫn đến thu hồi nhà; chứng khoán được bảo đảm bằng thế chấp bị xuống giá và tan tành; giá nhà "sụp đổ" và không còn khả năng bán những căn nhà đang tồn tại; thị trường cổ phiếu và trái phiếu doanh nghiệp tan nát; tính thanh khoản biến mất; tín dụng sẵn có hoàn toàn khô cạn; và một loạt ngân hàng đã kiệt quệ, phải nhận cứu trợ tài chính hoặc phá sản.

Tất nhiên, những sự kiện không chắc chắn đã tạo nên cuộc khủng hoảng tín dụng. Rất nhiều điều tồi tệ mới đầu được cho

rằng khó có khả năng xảy ra (hoặc không thể xảy ra), và chúng xảy ra vào cùng một thời điểm đối với các nhà đầu tư đang chấp nhận những đòn bẩy ở mức cao.

(Trích "Những giới hạn của chủ nghĩa tiêu cực", tháng 10 năm 2008)

Hiệu ứng tâm lý tích lũy của tất cả những điều trên đối với nhà đầu tư và những người tham gia vào hệ thống tài chính là gì? Nói một cách tóm tắt, hiệu ứng ở đây là họ đã sợ đến mức muốn chết luôn. Khi nỗi sợ hãi quét sạch lòng tự tin cao độ, sự thận trọng thái quá trước rủi ro sẽ thay thế thái độ chấp nhận rủi ro không hợp lý. Và điều đó đã xảy ra vào cuối năm 2008, khi Lehman Brothers phá sản. Người bán tiến lên trước đám đông, vô cùng khẩn cấp bán hết mọi thứ. Những người mua đứng ngoài cuộc chơi. Giá tài sản sụp đổ. Và tính thanh khoản của thị trường trở về con số 0.

Tất cả những điều trên là kết quả của sự thay thế thái độ chấp nhận rủi ro cao thành thái độ vô cùng thận trọng trước rủi ro. Tất cả chúng càng khiến nỗi sợ hãi dâng cao, thận trọng với rủi ro nhiều hơn nữa, các sự kiện tiêu cực diễn ra nhiều hơn và nỗi sợ hãi ngày càng lan rộng. Chính những người đã mua các công cụ tài chính chưa được kiểm chứng mà chỉ dựa trên những nhận định khả quan và các lời hứa hẹn quá tốt đẹp để trở thành hiện thực bây giờ lại bị thuyết phục rằng toàn bộ hệ thống tài chính có thể sẽ tan biến.

Để đưa ra một ví dụ về sự dao động hướng về sự thận trọng trước rủi ro thái quá cũng như tác động của nó, tôi sẽ chia sẻ câu chuyện về một điều đã xảy ra vài tuần sau khi Lehman phá sản. Đó là sự kiện đã khiến tôi viết bài "Những giới hạn của chủ nghĩa tiêu cực".

Chỉ tham gia ở mức độ tối thiểu vào xu hướng chung đang diễn ra, Oaktree đã thành lập các quỹ đầu tư đòn bẩy đầu tiên của mình trong ít năm trước khi cuộc khủng hoảng xảy ra. Chúng tôi sử dụng ít đòn bẩy hơn so với những đơn vị khác, và chúng tôi cố gắng thật thận trọng về những tài sản mà mình mua vào, nhưng dù vậy, các sự kiện vẫn đẩy chúng tôi đến sát bờ vực tan nát. Trước cuộc khủng hoảng, các khoản vay cao cấp hoặc khoản vay "được kích cầu" - thậm chí cả những khoản vay có vấn đề về tín dụng - hiếm khi được giao dịch ở mức giá dưới 96 cent trên một đô la. Do vậy chúng tôi cảm thấy mình vẫn còn cách xa nguy cơ phải yêu cầu tăng đặt cọc (margin call), tức yêu cầu người cho vay phải nộp thêm tiền vốn của họ. Theo thỏa thuận cho vay của chúng tôi, điều đó chỉ xảy ra khi giá trung bình trên thị trường đối với các khoản vay trong danh mục đầu tư giảm xuống con số 88.

Nhưng sau vụ phá sản Lehman, giá cho vay đã giảm xuống mức chưa từng thấy, và bên cạnh những điều khác, phải chịu áp lực bởi các vụ bán tháo danh mục đầu tư đến từ các ngân hàng. Đây là những danh mục đầu tư bị người nắm giữ vứt bỏ, họ là những người đã bị yêu cầu tăng thêm đặt cọc nhưng không thể làm được. Do vậy mức giá 88, yêu cầu tăng thêm vốn và phá sản đã trở thành nguy cơ thực sự đối với chúng tôi. Chúng tôi có thời gian để phản ứng và chúng tôi đặt mục tiêu tăng thêm vốn sở hữu từ các nhà đầu tư của quỹ, cắt giảm đòn bẩy của quỹ từ gấp bốn lần xuống gấp hai lần (tỷ lệ giảm từ 4 trên 1 xuống 2 trên 1) . Khi chúng tôi yêu cầu các nhà đầu tư tăng thêm vốn sở hữu, họ hiểu rằng đây là cơ hội giữ lại các khoản vay ở mức giá chiết khấu, thay vì từ bỏ hoàn toàn, để họ được hưởng lợi suất cao từ khoản vay cũng như các lợi ích từ đòn bẩy thấp của quỹ. Do đó,

hầu hết những nhà đầu tư đều tăng vốn sở hữu như chúng tôi yêu cầu. Ở mức đòn bẩy mới được cắt giảm, quỹ vay tránh được nguy cơ phải yêu cầu tăng thêm vốn, trừ khi giá trung bình của các khoản vay giảm xuống mức 65 không tưởng.

Nhưng khi người mua hoàn toàn vắng bóng và các yêu cầu tăng thêm vốn cũng như những vụ bán ra liên quan tới rút tiền từ các quỹ phòng hộ không ngừng diễn ra, thị trường cho vay tiếp tục đi xuống, khi khái niệm "giá đúng" đã nhường chỗ cho mối lo ngại lan rộng, rằng chẳng hề có mức giá nào để người ta bám víu. Do vậy giá trung bình của các danh mục đầu tư cho vay của chúng tôi đã rơi gần con số 70. Tôi đã phải giảm tỷ lệ đòn bẩy từ 2 trên 1 xuống 1 trên 1, trong trường hợp đó, chúng tôi có thể loại bỏ hoàn toàn giao ước hợp đồng gây ra nguy cơ phải yêu cầu tăng thêm vốn.

Bây giờ, tôi đưa ra đề nghị rằng các nhà đầu tư của quỹ có cơ hội chi tiền nhằm duy trì khoản vay của quỹ ở mức lợi suất tới hạn chạm mức hai con số, và lợi nhuận kích cầu của toàn bộ quỹ sẽ chạm mức 20 (trước khi tính phí và nguy cơ thua lỗ do vỡ nợ). Tất nhiên, nếu một nhà đầu tư trước đó không thể tăng thêm vốn sở hữu và để một nhà đầu tư khác làm điều đó thì nó sẽ tương đương với việc anh ta bán bớt một phần lãi của mình trong danh mục đầu tư của quỹ ở mức lợi suất đó.

Chưa dừng lại ở đây, sự kết hợp của việc giá không ngừng sụt giảm, tính thanh khoản của danh mục đầu tư và người mua hoàn toàn vắng bóng khiến các nhà đầu tư của quỹ rất khó khăn để có thể tăng thêm vốn một lần nữa. Một số người đã cảm thấy mệt mỏi vì phải giải quyết các vấn đề phát sinh ở mọi chỗ trong danh mục đầu tư của họ. Một số người khác

lại không nghĩ cơ hội này có thể giải cứu các khoản đầu tư, mà khả năng là sẽ "ném đi nốt những đồng tiền tốt đẹp sau khi đã chi tiền sai lầm". Một số người không có sẵn tiền để thực hiện. Và một số người thì đơn giản là không sẵn lòng thanh minh trước sếp của họ là phải chi thêm tiền đầu tư. Sau cùng, cực kỳ khó thực hiện những hành động yêu cầu lý do phải thật thuyết phục và đáng tin cậy. Điều đó dẫn đến sự kiện tôi sẽ mô tả sau đây.

Tôi đã đến gặp một quỹ hưu trí - một nhà đầu tư của quỹ, để giải thích về việc đầu tư thêm vốn sở hữu. Họ thừa nhận rằng lợi suất mà tôi đưa ra rất hấp dẫn nhưng họ lại lo ngại về nguy cơ vỡ nợ của các khoản vay. Cuộc hội thoại diễn ra như sau:

Quỹ hưu trí: Còn nguy cơ vỡ nợ xảy ra khi khoản đầu tư không thành công thì sao?

Howard Marks (HM): Vâng, tỷ lệ vỡ nợ trung bình của chúng tôi trong suốt 26 năm qua đối với trái phiếu có lợi suất cao - thứ có cấu trúc vốn thấp hơn so với những khoản vay như của quỹ - là khoảng 1% một năm (và hãy nhớ rằng luôn có những phục hồi trong trường hợp vỡ nợ xảy ra, nghĩa là các khoản tín dụng thua lỗ của chúng tôi ít hơn 1% mỗi năm). Do vậy, tỷ lệ vỡ nợ trong quá khứ của chúng tôi đảm bảo mức lợi nhuận tiềm năng sẽ vẫn ở mức 20.

Quỹ hưu trí: Nhưng nếu điều tồi tệ hơn xảy ra thì làm thế nào?

HM: Trong giai đoạn năm năm tệ nhất, chúng tôi có tỷ lệ vỡ nợ trung bình là 3% mỗi năm; rõ ràng không liên quan đến lợi suất mà chúng ta đang thảo luận.

Quỹ hưu trí: Nhưng nếu tình hình tệ hơn thì sao?

HM: Tỷ lệ vỡ nợ trung bình của các trái phiếu trên toàn cầu có mức lợi suất cao là 4,2% mỗi năm – đây là giả sử không có bất kỳ khả năng nào để tránh vỡ nợ thông qua lựa chọn tín dụng một cách khéo léo. Kết quả là tổn thất tín dụng vào khoảng 2-3% sẽ không ảnh hưởng quá nhiều đến kết quả đầu tư.

Quỹ hưu trí: Nhưng điều gì sẽ xảy ra nếu mọi thứ tệ hơn?

HM: Trong năm năm tệ nhất từ trước đến nay, tỷ lệ trung bình xét toàn cầu là 7,3% - nó vẫn không là vấn đề.

Quỹ hưu trí: Nhưng nếu tệ hơn?

HM: Vào năm mà tỷ lệ vỡ nợ của trái phiếu có lợi suất cao lên mức cao nhất trong lịch sử, tỷ lệ đó là 12,8%. Lúc này lợi nhuận vẫn rất đáng kể.

Quỹ hưu trí: Nhưng điều gì sẽ xảy ra nếu tình hình tệ hơn nữa?

HM: Gấp 1,5 lần năm tệ nhất trong lịch sử, ta sẽ có tỷ lệ vỡ nợ vào khoảng 19%, và chúng tôi vẫn có thể kiếm được một chút tiền nhờ lợi suất của danh mục đầu tư vào khoảng 20%. Nhưng với lợi nhuận tối thiểu như vậy, tỷ lệ vỡ nợ như trên phải xảy ra mỗi năm chứ không chỉ một lần.

Quỹ hưu trí: Nhưng nếu tồi tệ hơn thì sao?

Đến lúc này tôi hỏi, "Các anh có chút cổ phần nào không?" và tôi nói nếu họ có, và họ thực sự tin kịch bản của ngày tận thế sẽ tới như họ thúc ép tôi – thì tốt nhất là họ nên rời khỏi phòng ngay lập tức và bán hết đi.

Quan điểm của tôi ở đây là, trong một môi trường đầu tư tiêu cực, sự thận trọng thái quá trước rủi ro có thể khiến mọi người xem xét các khoản đầu tư kỹ lưỡng đến bất hợp lý và

liên tục đưa ra các các giả định vô cùng tiêu cực (giống như họ chẳng xem xét gì mấy và đưa ra những nhận định cho một viễn cảnh màu hồng khi họ thực hiện các khoản đầu tư vào thời điểm vui vẻ trước đó). Trong lúc hoảng loạn, họ dành 100% thời gian để chắc chắn rằng sẽ không có tổn thất xảy ra... đúng vào lúc họ nên lo lắng về việc có nguy cơ bỏ lỡ những cơ hội đầu tư tuyệt vời.

Trong thời điểm tiêu cực tuyệt đối, sự thận trọng quá mức với rủi ro có thể khiến cho giá xuống thấp hết mức, tới mức thua lỗ thêm rất khó có thể xảy ra và do vậy, rủi ro thua lỗ trở thành tối thiểu. Như tôi đã đề cập trước đó, điều rủi ro nhất trên thế giới này là niềm tin rằng rủi ro không tồn tại. Do vậy, khoảng thời gian an toàn nhất (và đem về nhiều lợi ích nhất) để mua vào thường sẽ đến khi mọi người tin rằng chẳng còn hy vọng nào nữa.

Nếu tôi chỉ có thể hỏi một câu về mỗi khoản đầu tư mà tôi đang xem xét, thì nó đơn giản là: Sự lạc quan chiếm bao nhiêu phần trong mức giá? Nhiều khả năng là sự lạc quan ở mức độ cao có nghĩa là những điều kiện thuận lợi đã được tính vào giá, làm mức giá tương đối cao so với giá trị nội tại và biên sai lệch bị thu hẹp chỉ còn lại rất nhỏ cho trường hợp mọi sự không như ý muốn. Nhưng nếu mức lạc quan thấp hoặc không tồn tại thì khả năng cao là mức giá sẽ thấp, kỳ vọng khiêm tốn, những bất ngờ tiêu cực khó lòng xảy ra, và chỉ cần hành động một chút để đạt kết quả tốt hơn. Cuộc gặp với quỹ hưu trí được mô tả ở trên rất quan trọng, bởi vì lý do đơn giản là nó thể hiện tất cả tinh thần lạc quan đã bị gạt khỏi suy nghĩ của nhà đầu tư.

Sau cuộc họp, tôi đã chạy về văn phòng của mình và viết "Những giới hạn của chủ nghĩa tiêu cực", gần như vào thời điểm trong chu kỳ mà người ta có thể mua được nhiều khoản nợ nhất ở mức giá thấp nhất. Trong bài viết đó, tôi đã chia sẻ những nhận định sau đây:

Rất nhiều điều tồi tệ đã xảy ra từng được coi là khó lòng thành hiện thực (nếu không nói là không thể), và chúng đã xảy đến với các nhà đầu tư cùng một lúc. Họ là những người đã sử dụng đòn bẩy một cách đáng kể. Vì vậy, lý do đơn giản ở đây là những người bị tổn thất trong cuộc khủng hoảng tín dụng đã không đủ hoài nghi hoặc đủ bi quan.

Nhưng điều đó đã khơi lên một quy luật: *Chủ nghĩa hoài nghi và chủ nghĩa bi quan không là một. Chủ nghĩa hoài nghi cần tính bi quan xuất hiện khi sự lạc quan quá mức xảy ra. Nhưng nó cũng sẽ đòi hỏi tinh thần lạc quan phải hiện hữu khi ta bi quan quá mức.*

Chủ nghĩa tương phản – tức làm theo điều ngược lại với những điều người khác làm, hoặc "đi ngược chiều gió" – là một điều cần thiết để đầu tư thành công. Nhưng khi cuộc khủng hoảng tín dụng đạt tới đỉnh điểm vào tuần trước, mọi người đã gục ngã trước cơn gió thay vì chống cự nó. Tôi chỉ thấy rất ít người lạc quan, phần lớn họ bi quan ở những mức độ nào đó. Một số người trở nên thực sự chán nản – ngay cả một vài nhà đầu tư tuyệt vời mà tôi biết cũng không ngoại lệ. Những câu chuyện ngày càng tiêu cực về cuộc khủng hoảng sắp tới đã được trao đổi qua email. *Không ai áp dụng chủ nghĩa hoài nghi hoặc nói rằng "câu chuyện kinh dị đó khó lòng trở thành hiện thực"*. Sự bi quan tự bản thân nó phát sinh. Mối quan tâm duy nhất của mọi người là mặc một lớp áo giáp cho danh mục đầu tư của họ để vượt qua sự sụp đổ sắp xảy ra, hoặc là tăng thêm lượng tiền mặt đủ để chuộc lại tài sản. Nhưng trong tuần trước, có một điều mà họ không làm, đó là quyết liệt trả giá mua chứng khoán. Vì vậy, giá giảm và giảm nhiều điểm một lúc.

Hy vọng rằng ví dụ này sẽ giúp bạn hiểu được sự thận trọng với rủi ro một cách vô lý và quá mức sẽ diễn ra như thế nào, và bạn nên hành động ra sao khi gặp tình huống như vậy.

Tái bút: Một vài nhà đầu tư của quỹ (bao gồm cả quỹ hưu trí mà tôi đã đến thăm ngày hôm đó) đã không tăng thêm vốn sở hữu. Cảm thấy mình nên làm mọi thứ có thể để duy trì quỹ hoạt động, tôi đã thêm vốn thay cho họ. Cơ hội đầu tư vào các danh mục được kích cầu của các khoản vay có nguy cơ nợ xấu cao, tại đúng thời điểm người ta thận trọng quá mức với rủi ro đã giúp tôi thực hiện một trong những khoản đầu tư tốt nhất của mình... bởi khi các nhà đầu tư khác không sẵn lòng tham gia thị trường, giá của các khoản vay đã trở nên rất rẻ.



Toàn bộ chương này đề cập đến chu kỳ thái độ đối với rủi ro, và cũng là chương dài nhất trong cuốn sách. Đó là vì tôi tin rằng nó đã trình bày một trong những chu kỳ quan trọng nhất. Hiểu được các nhà đầu tư đang nghĩ gì và giải quyết rủi ro như thế nào có lẽ là điều quan trọng nhất cần quan tâm. Nói tóm lại, chấp nhận rủi ro một cách thái quá góp phần gây nên nguy hiểm, và dao động hướng tới thận trọng quá mức với rủi ro sẽ làm thị trường rơi vào cảnh chán nản, làm xuất hiện một vài cơ hội đầu tư tuyệt vời.

Những nhà đầu tư lý trí là những người mẫn cán, hoài nghi và thận trọng với rủi ro một cách thù hợp xuyên suốt thời gian đầu tư, nhưng họ cũng tìm kiếm các cơ hội để thu về lợi nhuận tiềm năng thay vì chỉ lo bù đắp cho những rủi ro. Điều đó chính là lý tưởng. Nhưng vào những thời điểm vui vẻ, chúng ta nghe

thấy phần lớn mọi người nói: "Rủi ro? Rủi ro gì chứ? Tôi không thấy mấy điều có khả năng lầm lạc: Hãy nhìn mọi điều đang diễn ra thật tốt đẹp kìa! Và dù sao đi nữa, rủi ro cũng là bạn của tôi – tôi càng đón nhận nhiều rủi ro, số tiền tôi có thể kiếm được càng lớn". Sau đó, vào những thời điểm bi quan, họ lại quay sang một điều đơn giản hơn: "Tôi không quan tâm liệu mình có kiếm thêm được một đồng nào nữa trên thị trường. Tôi chỉ không muốn mất thêm nữa. Để tôi thoát ra khỏi đây!"

Một điều thiết yếu cần chú ý: Bởi vì những nhà đầu tư lý trí, không cảm xúc chỉ chiếm thiểu số, nhìn chung các nhà đầu tư hiếm khi đạt được trạng thái cân bằng liên quan đến những thái độ đối với rủi ro, cũng như bất cứ khía cạnh nào khác của tâm lý hoặc cảm xúc khiến chu kỳ và quả lắc dao động. Họ có xu hướng không duy trì trạng thái cân bằng lành mạnh giữa thận trọng với rủi ro – trạng thái yêu cầu họ phải cảnh giác, với dễ dàng chấp nhận rủi ro – trạng thái thúc giục họ đầu tư. Thường thì một trong hai trạng thái sẽ chiếm ưu thế lớn hơn. Điều tương tự cũng rất đúng với lòng tham lam và nỗi sợ hãi, hoài nghi và cả tin, thái độ lúc chỉ hướng về sự tích cực và lúc chỉ hướng về sự tiêu cực... Chu kỳ trong tâm lý đã chứng minh một cách đầy đủ rằng các nhà đầu tư chỉ dành thời gian rất ngắn ở điểm cân bằng giữa hai thái cực.

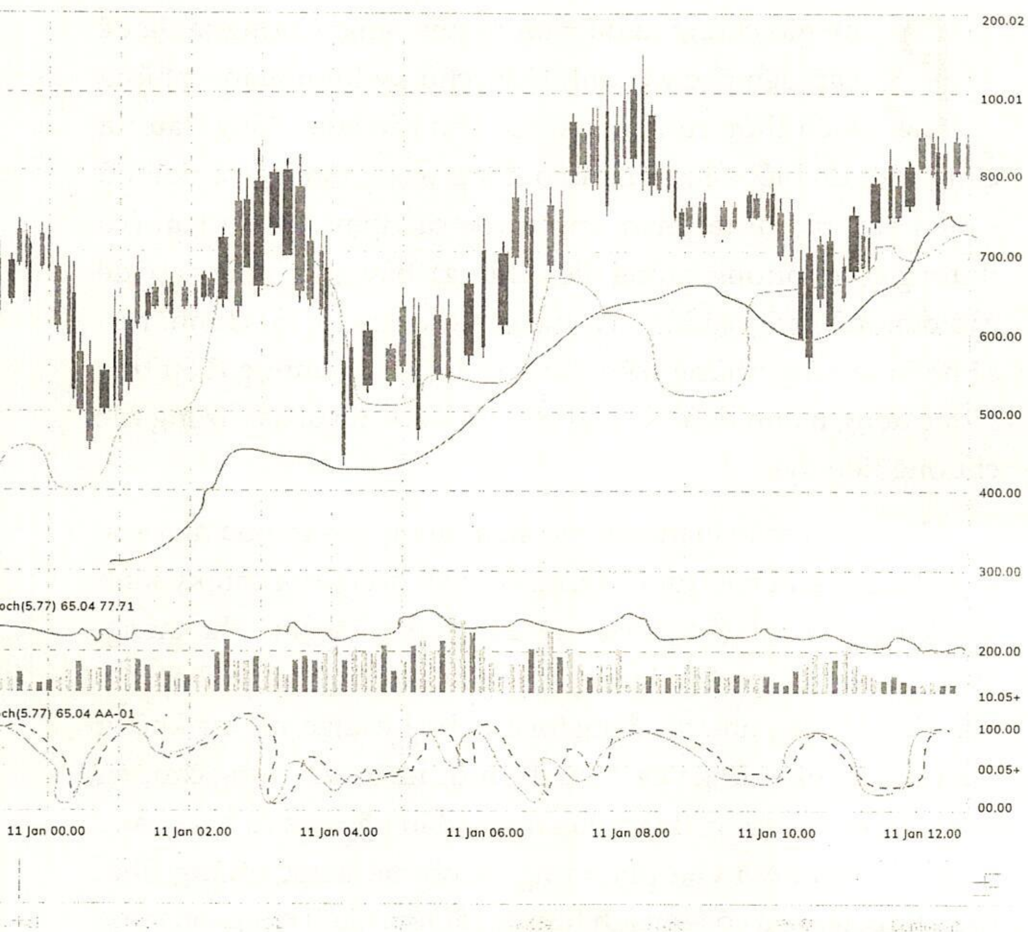
Sự biến động, hoặc thay đổi trong thái độ đối với rủi ro là kết quả của một vài chu kỳ, và là nguyên nhân gây ra hoặc làm tăng thêm mức độ của các chu kỳ khác. Và nó sẽ luôn luôn tiếp diễn như vậy, bởi dường như tâm lý bản năng của hầu hết mọi người là trở nên lạc quan và dễ dàng chấp nhận rủi ro hơn khi mọi thứ diễn ra tốt đẹp; và sau đó họ lại lo lắng, thận trọng với rủi ro khi

tình hình đi xuống. Điều đó có nghĩa là mọi người sẵn sàng mua vào nhất khi họ đáng ra nên thận trọng nhất, và họ miễn cưỡng mua nhất đúng vào lúc họ nên xông xáo nhất. Những nhà đầu tư tài ba đã nhận ra điều này và luôn cố gắng hành động ngược chiều xu hướng.

00:01

9

CHU KỲ TÍN DỤNG



1.27 65 4

1.27 65 7

Sell

Buy

Các khoản đầu tư vượt trội không đến từ việc mua những tài sản chất lượng cao, mà đến từ việc mua vào khi thương vụ ngon ăn, giá thấp, lợi nhuận tiềm năng cao và rủi ro được giới hạn. Những điều kiện này thường xuất hiện khi thị trường tín dụng đang ở trạng thái ít hưng phấn và nghiêm ngặt hơn của chu kỳ. Dường như giai đoạn "đóng sầm cửa" của chu kỳ tín dụng sẽ góp phần tạo ra nhiều "món hời" hơn bất cứ nhân tố nào khác.

Bây giờ chúng ta đã nắm rõ nền tảng. Chúng ta đã đề cập đến chu kỳ kinh tế và chu kỳ lợi nhuận - những kiến thức cung cấp cơ sở cho các hoạt động đầu tư, cũng như đã biết về những dao động trong tâm lý và thái độ - điều xảy ra khi ta phản ứng trước các thay đổi cơ bản (và thường có xu hướng cường điệu chúng). Bây giờ chúng ta sẽ đề cập đến một vài loại hình cụ thể của các chu kỳ tài chính. Bạn sẽ nhận ra rằng những biến động trong tất cả những điều trên sẽ tác động mạnh đến các loại chu kỳ được nhắc đến trong các chương tiếp theo.

Như ta đã thảo luận, một vài hoạt động – như mua nhà – sẽ phản ứng mạnh mẽ trước những chuyển động của chu kỳ kinh tế, và một số hoạt động khác – như mua thực phẩm – thì không. Một vài chu kỳ có ảnh hưởng lớn đến các khía cạnh khác của nền kinh tế cũng như tác động tới các chu kỳ khác, nhưng không phải chu kỳ nào cũng vậy. Chủ đề được nhắc đến trong chương này, chu kỳ tín dụng, thuộc vào nhóm đầu tiên của cả hai khẳng định vừa nêu: Nó vừa phản ứng mạnh mẽ trước những phát triển kinh tế, vừa có tầm ảnh hưởng rất lớn. Cuối cùng, nó cũng cực kỳ không ổn định. Do vậy, những chuyển động của nó rất mạnh mẽ và khi lên tới cực điểm, các chuyển động này ảnh

hưởng to lớn đến các hoạt động trong rất nhiều lĩnh vực khác. Tất cả càng được khuếch đại bởi các dao động trong tâm lý được mô tả ở chương VII và VIII.

Chú ý, chủ đề được đề cập ở đây đôi khi được gọi là chu kỳ thị trường vốn hơn là chu kỳ tín dụng. Tôi không nghĩ sự khác biệt này quan trọng. Nói một cách chặt chẽ, "vốn" được hiểu là tất cả các khoản tiền được sử dụng để thực hiện một hoạt động kinh doanh, trong khi "tín dụng" lại được hiểu là một phần vốn của công ty được tạo thành từ các khoản nợ chứ không phải từ vốn chủ sở hữu. Trong thực tế, hai cách gọi này được sử dụng đan xen nhau, mặc dù tôi thấy ít người sử dụng cách gọi chu kỳ thị trường vốn. Tôi sẽ sử dụng "chu kỳ tín dụng" khi chỉ đề cập đến thị trường nợ và tôi có thể nhắc đến "chu kỳ thị trường vốn" khi nói về việc cấp vốn nói chung. Nhưng dù thế nào thì điều quan trọng nhất là những cân nhắc được đưa ra có thể áp dụng cân bằng cho cả hai cách gọi.

Dưới đây là một trích đoạn từ bài "Mở và đóng" của tôi (đăng tháng 12 năm 2010), viết về vài điều mà tôi đã đề cập ở trên:

> Hãy cân nhắc điều này: Sự lên xuống của nền kinh tế thường được gây ra bởi dao động trong lợi nhuận của các công ty, cũng như dao động trong lợi nhuận khi thị trường chứng khoán tăng lên và giảm xuống. Tuy nhiên, trong thời kỳ suy thoái và giai đoạn phục hồi, mức tăng trưởng kinh tế thường chỉ đi lệch khỏi đường xu hướng vài phần trăm. Vậy tại sao lợi nhuận của các công ty lại tăng và giảm ở mức độ lớn hơn nhiều? Câu trả lời nằm ở những điều như đòn bẩy tài chính và đòn bẩy hoạt động, chúng khuếch đại những tác động lên việc tăng lợi nhuận và giảm doanh thu.

Và nếu lợi nhuận thay đổi theo cách này - nhiều hơn so với sự thay đổi của GDP, nhưng vẫn ở mức độ tương đối vừa phải - thì tại sao thị trường chứng khoán lại bay cao rồi có thể sụp đổ đầy "kịch tính"? Tôi cho rằng đó là do dao động trong tâm lý và cụ thể là do ảnh hưởng sâu rộng của tâm lý đối với sự sẵn có của nguồn vốn.

Tóm lại, dù kinh tế chỉ biến động một chút và lợi nhuận biến động không đáng kể, thì cánh cửa tín dụng lại mở cực rộng rồi đóng sập cực mạnh... đó là lý do tôi đặt tên bài viết là "Mở và đóng". Tôi tin rằng chu kỳ tín dụng là một trong những chu kỳ biến động nhiều nhất và có sức ảnh hưởng lớn nhất. Do đó nó cần được chú ý đặc biệt.

Dưới đây là cách tôi đưa ra quan điểm trên, ngắn gọn hơn, trong bài "Bạn không thể dự đoán. Bạn có thể chuẩn bị" (tháng 11 năm 2001):

> Tham gia đầu tư càng lâu, tôi càng ấn tượng về sức mạnh của chu kỳ tín dụng. Chỉ một dao động nhỏ trong nền kinh tế cũng đã tạo ra một dao động to lớn đối với sự sẵn có của tín dụng, cùng với những ảnh hưởng lớn lên giá tài sản và tác động ngược lại đến chính nền kinh tế.

Những thay đổi trong nguồn cung ứng vốn hoặc nguồn cung tín dụng là một trong những điều gây ảnh hưởng cơ bản nhất đến nền kinh tế, các công ty và thị trường. Mặc dù chu kỳ tín dụng ít được biết đến so với phần lớn các chu kỳ khác được thảo luận trong cuốn sách này, tôi vẫn đánh giá nó có tầm quan trọng rất lớn và sức ảnh hưởng sâu sắc.

Như trong đoạn trích dẫn ở trên, chu kỳ tín dụng có thể được hiểu một cách dễ dàng thông qua hình ảnh ẩn dụ là chiếc cửa sổ. Nói ngắn gọn, đôi khi nó được mở và đôi khi nó bị đóng lại. Thực

tế, những người trong thế giới tài chính thường xuyên dùng cách gọi "cửa sổ tín dụng" là "một nơi bạn có thể đến để vay tiền". Khi cánh cửa mở ra, việc cấp vốn trở nên dễ dàng, nguồn cung ứng dồi dào và dễ sở hữu; nhưng khi nó đóng lại, hoạt động cấp vốn trở nên khan hiếm và ta rất khó nhận được chúng. Cuối cùng, một điều cần thiết luôn phải ghi nhớ là cánh cửa có thể chuyển từ trạng thái mở rộng sang trạng thái đóng sập ngay lập tức. Có rất nhiều điều cần biết để hiểu đầy đủ về chu kỳ này – bao gồm cả nguyên nhân gây ra những chuyển động có tính chu kỳ và tác động của chúng – nhưng điều trên là điểm mấu chốt nhất.



Tại sao tôi lại cho rằng nó có tầm quan trọng như vậy? Thứ nhất, nguồn vốn hoặc tín dụng là những thành phần thiết yếu trong quá trình sản xuất. Do vậy, năng lực của công ty (và nền kinh tế) để phát triển luôn phụ thuộc vào sự sẵn có của nguồn cung ứng vốn tăng thêm. Nếu thị trường vốn đóng lại, thì tài chính rất khó tăng trưởng.

Thứ hai, nguồn vốn phải sẵn có để các khoản nợ đến hạn được tái cấp tiền. Các công ty (cũng như phần lớn các đơn vị kinh tế như chính phủ và người tiêu dùng) nhìn chung không thanh toán toàn bộ khoản vay. Phần lớn thời gian, họ chỉ đơn thuần gia hạn thanh toán. Nhưng nếu một công ty không có khả năng phát hành nợ mới ở thời điểm mà khoản vay cũ đến hạn, nó có nguy cơ vỡ nợ và có thể buộc phải phá sản. Vì vậy, việc chúng ta đang đứng ở đâu trong chu kỳ tín dụng - liệu tín dụng có sẵn có hay đang rất khó để sở hữu – là yếu tố to lớn quyết định xem liệu khoản nợ có thể được tái tài trợ tại một thời điểm nhất định.

Rất nhiều tài sản doanh nghiệp có tính chất dài hạn (như các tòa nhà, máy móc, xe cộ và uy tín kinh doanh). Tuy nhiên các công ty thường huy động vốn để mua những tài sản này thông qua việc phát hành các khoản nợ ngắn hạn. Họ làm như vậy bởi vì chi phí vay vốn nhìn chung sẽ thấp nhất đối với những khoản vay có thời gian đáo hạn ngắn. Sự thu xếp vốn này - "vay ngắn hạn để đầu tư dài hạn" - sẽ hoạt động tốt trong phần lớn thời gian, khi thị trường tín dụng mở cửa và hoạt động trọn vẹn - nghĩa là các khoản nợ dễ dàng được gia hạn khi đến hạn thanh toán. Nhưng sự bất cân xứng giữa các tài sản dài hạn không thể thanh lý dễ dàng và các khoản nợ ngắn hạn có thể nhanh chóng gây ra khủng hoảng nếu chu kỳ tín dụng trở nên tiêu cực, khiến các khoản nợ đến hạn không được tái tài trợ. Sự bất cân xứng này kết hợp với thị trường tài chính khan hiếm nguồn vốn thường là nguyên nhân gây ra những cuộc khủng hoảng tài chính tệ hại nhất.

Khi Khủng hoảng tài chính toàn cầu bắt đầu từ năm 2007 và thị trường tín dụng đóng băng, Bộ Ngân khố Hoa Kỳ đã có quyết định chưa từng có là bảo lãnh tất cả thương phiếu. Nếu không làm như vậy, các công cụ nợ này – có thời gian đáo hạn từ 270 ngày trở xuống – sẽ không có khả năng gia hạn, do vậy có thể gây ra những vụ vỡ nợ ở cả những công ty lớn mạnh nhất. Thực tế, rủi ro vỡ nợ có thể chỉ tập trung ở các công ty hàng đầu bởi họ phát hành thương phiếu có trị giá hàng tỷ đô la. Chính xác là họ có thể làm vậy vì sự uy tín của họ đã giúp các công ty này dễ dàng tiếp cận thị trường thương phiếu. (Điều quan trọng ở một thị trường đang mở cửa, và khả năng gia hạn các giấy tờ đến hạn – là hiểu rõ sự khác biệt chủ chốt giữa giá trị tài sản ròng dương và khả năng thanh khoản. Thậm chí một công ty đang

hoạt động lành mạnh cũng có thể gặp vấn đề nếu nó không có sẵn tiền và không đủ khả năng thanh toán các khoản nợ đến hạn, hóa đơn và những khoản phát sinh khác cần thanh toán).

Thứ ba, các tổ chức tài chính đại diện cho những trường hợp đặc biệt, vô cùng phụ thuộc vào thị trường tín dụng. Các tổ chức tài chính hoạt động trong lĩnh vực giao dịch tiền và họ cần được tài trợ vốn để duy trì hoạt động kinh doanh của mình. Họ cũng thường thấy sự bất cân xứng chênh lệch nhất giữa vay ngắn hạn/đầu tư dài hạn và có nguy cơ gặp khủng hoảng lớn nhất. Xem xét một ví dụ như sau: Ngân hàng huy động nguồn tiền gửi – loại tiền có thể được rút ra bất cứ lúc nào, và sử dụng chúng để phát hành các khoản vay thế chấp – khoản tiền sẽ không được hoàn trả trong vòng 30 năm. Điều gì sẽ xảy ra nếu tất cả những người gửi tiền yêu cầu được hoàn trả lại tiền trong cùng một ngày tồi tệ (một "sự rút tiền hàng loạt khỏi ngân hàng")? Nếu không thể tiếp cận được thị trường tín dụng (và không có các gói cứu trợ của chính phủ), thì ngân hàng đó có thể sụp đổ.

Thứ tư và cuối cùng, thị trường tín dụng đưa ra những tín hiệu tạo tác động tâm lý to lớn. Một thị trường tín dụng đóng cửa có thể khiến nỗi sợ hãi bị lan rộng, thậm chí vượt quá mức những tiêu cực thực tế của doanh nghiệp. Những điều kiện khó khăn có thể khiến thị trường vốn đóng cửa… và những thị trường vốn đóng cửa có thể gây tác động tiêu cực đến các điều kiện kinh doanh (cũng như làm quan điểm của những người tham gia thị trường về các doanh nghiệp trở nên tiêu cực). "Vòng luẩn quẩn đi xuống" này là một phần của hầu hết các cuộc khủng hoảng tài chính.

SỰ VẬN HÀNH CỦA CHU KỲ TÍN DỤNG

Đến lúc này, bạn có lẽ đã hiểu bản chất và tầm quan trọng của chu kỳ tín dụng. Vấn đề tiếp theo là giải quyết câu hỏi tại sao chu kỳ tín dụng lại xảy ra: Điều gì khiến cho tín dụng trở nên sẵn có tại một số thời điểm nhưng lại khan hiếm tại một số thời điểm khác?

Cửa sổ tín dụng không tự vận động, mở cửa và đóng cửa. Thay vào đó, nó tuân theo các sự kiện. Trong bài "Bạn không thể dự đoán. Bạn có thể chuẩn bị" (tháng 11 năm 2001), tôi đã trình bày quy trình mở-rộng-và-thu-hẹp theo bối cảnh tín dụng và giải thích nó khá chi tiết:

Quy trình rất đơn giản:

- Nền kinh tế bước vào thời kỳ thịnh vượng.
- Các nhà cung cấp vốn phát triển mạnh, tăng nguồn vốn cơ sở của họ.
- Vì không có mấy tin tức xấu, những rủi ro trong cho vay và đầu tư dường như giảm đi.
- Sự thận trọng với rủi ro biến mất.
- Các tổ chức tài chính mở rộng hoạt động kinh doanh – có nghĩa là cung cấp nhiều vốn hơn.
- Họ tranh giành thị phần trên thị trường bằng cách hạ thấp nhu cầu thu lợi (ví dụ như cắt giảm lãi suất), giảm tiêu chuẩn tín dụng, tài trợ nhiều vốn hơn đối với giao dịch và cắt giảm những điều kiện ràng buộc.

Lên tới cực điểm, người ta cấp vốn cho những người và các dự án không đáng được cấp vốn. Theo *The Economist*: "Những khoản vay không có giá trị nhất được thực hiện ở những thời

điểm thuận lợi nhất." Điều này dẫn đến phá hủy nguồn vốn – có nghĩa là đầu tư vốn vào các dự án có chi phí vốn vượt quá lợi nhuận trên vốn, và cuối cùng dẫn đến trường hợp không có khả năng hoàn vốn.

Khi đạt đến điểm này, quá trình bị đảo ngược:

- Sự thua lỗ khiến người cho vay mất tinh thần và né tránh.
- Sự thận trọng với rủi ro tăng và cùng với nó là lãi suất tăng, điều kiện tín dụng chặt chẽ và yêu cầu thêm ràng buộc đi kèm.
- Nguồn vốn không còn sẵn có nhiều như trước – và tại điểm lõm của chu kỳ, chỉ những người đủ tiêu chuẩn nhất mới được vay.
- Các công ty trở nên khát vốn. Những người đi vay không đủ khả năng gia hạn nợ, dẫn đến vỡ nợ và phá sản.
- Quá trình này góp phần khiến nền kinh tế ngày càng bị thu hẹp.

Tất nhiên, khi tới điểm cực, quá trình này sẽ sẵn sàng đảo ngược lại một lần nữa. Bởi vì khi sự cạnh tranh nhằm cho vay hoặc thực hiện đầu tư xuống thấp, ta sẽ yêu cầu lợi nhuận cao và độ tin cậy cao. Những người đi ngược dòng, thực hiện rót vốn ở thời điểm này có khả năng thu về lợi nhuận cao, và những ai mong muốn thu lợi cao bắt đầu đưa thêm vốn vào. Như vậy, sự phục hồi bắt đầu được thúc đẩy.

Đôi khi mọi người rất muốn đưa tiền vào thị trường và khiến cửa sổ tín dụng mở rộng. Nhưng khi hoàn cảnh khiến họ thay đổi suy nghĩ, việc tài trợ vốn trở nên khan hiếm. Cũng như nhiều vấn đề khác trong cuốn sách này, điều quan trọng là độc giả cần hiểu rõ ràng cách chu kỳ vận hành, đặc biệt mỗi yếu tố

lại là nguyên nhân gây ra các yếu tố khác ra sao. Do vậy, sự giải thích kỹ lưỡng, từng bước một được đưa ra ở đây là cần thiết và phải được tiếp thu.

Nhưng trong "Bạn không thể dự đoán. Bạn có thể chuẩn bị", tôi đã tóm gọn quá trình chỉ trong một vài từ. Chúng thực sự đã nói lên điểm mấu chốt trong chu kỳ tín dụng, và chúng làm rõ bản chất chuỗi-phản-ứng không-bao-giờ-kết-thúc của chu kỳ:

> Thời kỳ thịnh vượng mở rộng việc cho vay, dẫn đến các khoản cho vay thiếu khôn ngoan, gây ra nhiều tổn thất lớn, điều này lại khiến những người cho vay dừng cho vay, dẫn tới kết thúc giai đoạn thịnh vượng và cứ tiếp tục như vậy.

Thị trường như một điểm bán đấu giá, nơi những đồ vật được đưa ra sẽ thuộc về người trả giá cao nhất cho nó. Thị trường tài chính không hề khác biệt. Cơ hội thực hiện đầu tư hoặc cung cấp khoản vay sẽ đến với người nào trả giá cao nhất cho những cơ hội đó. Việc đấu giá sẽ đẩy giá lên cao hơn, cũng như các thông số định giá sẽ tăng cao hơn nữa (ví dụ như tỷ số giá/thu nhập [tỷ số p/e] tăng cao hơn). Trong thị trường tín dụng, mức giá cao hoặc các thông số định giá cao được hiểu trực tiếp là các công cụ nợ đang được đề cập có lợi suất thấp, và cơ hội cung cấp vốn sẽ thuộc về người cho vay nào đồng ý mức lợi suất thấp nhất.

Trong bài viết "Chạy đua xuống đáy" đăng tháng 2 năm 2007, tôi chủ yếu nói về sự háo hức của những nhà cung cấp vốn trong việc mở rộng "cuốn sách kinh doanh" của họ tại thời điểm thuận lợi, cùng với những tác động của nó:

> Sẽ hữu ích khi xem tiền như một loại hàng hóa. Tiền của mọi người cơ bản đều giống nhau. Tuy nhiên các tổ chức đang tìm cách tăng số tiền cho vay, đồng thời các quỹ đầu tư cá nhân

và các quỹ phòng hộ đang tìm cách tăng phí. Vì vậy, nếu bạn muốn đầu tư nhiều tiền hơn, tức là khiến nhiều người tìm đến bạn thay vì để họ làm việc với đối thủ cạnh tranh của bạn để được tài trợ vốn – thì bạn cần làm đồng tiền của mình trở nên rẻ hơn. Cũng như các loại hàng hóa khác, mức giá thấp là phương pháp đáng tin cậy nhất để tăng thị phần.

Một cách để giảm giá đồng tiền của bạn là giảm lãi suất đối với các khoản vay. Một cách tinh tế hơn một chút là đồng ý mức giá cao hơn đối với những thứ bạn đang mua, ví dụ như bằng việc trả một tỷ số p/e cao hơn đối với một cổ phiếu phổ thông hoặc tổng phí giao dịch cao hơn khi bạn mua một công ty. Cho dù bạn làm theo cách nào, bạn cũng đang khiến lợi nhuận tương lai thấp hơn. Nhưng vẫn còn những cách khác để hạ giá đồng tiền của bạn và chúng là chủ đề chính cho bài viết này.

Điều kiện của khoản vay rất quan trọng. Do vậy, các điều kiện dễ dàng hơn dành cho người đi vay có thể khiến người cho vay rủi ro hơn. Ví dụ, người cho vay muốn có những điều khoản bảo vệ nhằm giới hạn phạm vi mà người đi vay có thể thực hiện một số hành động nhất định làm tăng rủi ro hiện tại. Họ có thể giới hạn tổng số nợ mà người đi vay đảm đương được, hạn chế lượng tiền mặt có thể trả bằng cổ tức hoặc yêu cầu người vay đảm bảo giá trị tài sản ròng tối thiểu. Nhưng, đặc biệt khi thị trường tín dụng nóng lên, "người mua nợ tốt nhất" – tức những người hào hứng cho vay nhất – có thể sẵn sàng chấp nhận kể cả khi các điều kiện ràng buộc ít và dẫn tới rủi ro lớn hơn.

Vì vậy, trong một cuộc đấu giá, cơ hội cho vay hoặc mua chứng khoán nợ sẽ thuộc về nhà cung cấp vốn sẵn sàng chấp nhận cả lợi suất thấp nhất lẫn các điều kiện rủi ro nhất. Khi người ta thận trọng với rủi ro và tương quan cung cầu giữa người cho vay và người đi vay hợp lý, thì sự trả giá thường khôn ngoan

hơn. Nhưng khi dễ dàng chấp nhận rủi ro, những người cho vay sẽ cạnh tranh khốc liệt để giành cơ hội, khiến việc trả giá có khả năng trở nên quá quyết liệt. Các cơ hội cho vay có thể lên tới mức giá quá cao: lợi suất quá thấp và/hoặc rủi ro quá mức. Do vậy, một cuộc đấu giá quá nóng trên thị trường tín dụng – cũng như tại những nơi khác – nhiều khả năng sẽ sinh ra một "người chiến thắng" mà thực chất lại là một kẻ thua cuộc. Đây chính là quá trình mà tôi gọi là chạy đua xuống đáy.

Mặt khác, có một vài thời điểm chỉ có ít người mua tham gia đấu giá và những người này chỉ quan tâm đến việc mua ở mức giá thấp như cho. Việc trả giá trở nên hời hợt, và kết quả là ta có mức giá thấp, lợi suất hấp dẫn và các điều kiện của khoản vay thì có tính năng bảo vệ tuyệt vời. Không giống như bầu không khí quá nóng gây ra cuộc đua xuống đáy, thị trường đóng băng nơi không ai mặn mà cho vay mới có thể sinh ra người chiến thắng thật sự.

Mức độ mở của cửa sổ tín dụng phụ thuộc gần như hoàn toàn vào việc các nhà cung ứng vốn đang háo hức hay trầm lặng, và nó tác động mạnh đến nền kinh tế, các công ty, các nhà đầu tư, lợi nhuận trong tương lai và những rủi ro trong cơ hội đầu tư.

> Trong ngắn hạn, các điều kiện trong thị trường vốn hào phóng đã tạo ra nguồn tiền sẵn có hơn cho nhiều công ty vì nhiều lý do khác nhau, với mức lãi suất thấp hơn và ít các điều kiện ràng buộc. Điều này dẫn đến các hoạt động sôi nổi trong thu mua, sáp nhập và mở rộng công ty (chưa kể đến việc tái cấp vốn nhanh chóng cho các công ty được mua lại và đem về lợi nhuận ngắn hạn lớn). Trong ngắn hạn, hoàn cảnh này góp phần làm tăng mức độ của các hoạt động tài chính nói chung.

Một tác động khác là kiểm soát chặt chẽ hoạt động tài chính ở các công ty yếu kém. Khi những người cho vay trở nên khó tính và các điều khoản bị thắt chặt thì các vấn đề trong vận hành có thể nhanh chóng dẫn đến cả "vỡ nợ về mặt kỹ thuật" (vi phạm các điều khoản) và "vỡ nợ về mặt tiền bạc" (không thanh toán các khoản tiền gốc hoặc lãi). Nhưng các điều kiện nới lỏng hơn có thể chặn trước nguy cơ vỡ nợ, nếu người đi vay có thể lựa chọn chuyển đổi trái phiếu thanh toán bằng tiền mặt sang trái phiếu thanh toán bằng các loại hình khác, hoặc nếu họ có thể tăng các khoản tiền mới và trì hoãn ngày thanh toán.

Cuối cùng, rất nhiều khoản vay vỡ nợ được trì hoãn vẫn chắc chắn sẽ xảy ra, khi các công ty bị "ngã" từ độ cao lớn hơn do các công cụ kích cầu. Và chắc chắn, sự sẵn lòng rót tiền cho các công ty không-đủ-xứng-đáng của thị trường vốn sau cùng sẽ dẫn đến nhiều công ty bị tịch biên tài sản hơn. Do vậy, khi mọi thứ đều cân bằng, thì nếu sự bùng nổ càng lớn và thị trường vốn càng hoạt động quá mức theo hướng đi lên, nguy cơ phá sản sẽ ngày càng cao. Không bao giờ có thể dự đoán được thời điểm và phạm vi ảnh hưởng, nhưng tôi biết sự xuất hiện của chu kỳ là điều không thể tránh khỏi.

("Chạy đua xuống đáy", bài đăng tháng 2 năm 2007)

TÁC ĐỘNG CỦA CHU KỲ TÍN DỤNG

Một trong những nội dung chính của cuốn sách này là phạm vi các sự kiện trong một chu kỳ gây tác động đến các lĩnh vực khác và đến các loại hình chu kỳ khác. Trong đó, chu kỳ tín dụng thể hiện rõ ràng nhất.

Trong bài "Thiên tài thôi là chưa đủ" viết về chủ đề quản lý nguồn vốn dài hạn (tháng 10 năm 1998), tôi đã viết: "Lần tới, khi khủng hoảng xảy ra, hãy nhìn ngắm xung quanh và bạn có

thể sẽ tìm được một người cho vay." Những nhà cung cấp vốn quá dễ dàng thường xuyên là căn nguyên gây ra bong bóng tài chính. Có rất nhiều các ví dụ gần đây đã chỉ ra thị trường vốn quá lỏng lẻo sẽ góp phần dẫn đến những cuộc bùng nổ và theo sau là những cuộc sụp đổ chấn động thị trường: bất động sản vào năm 1989-1992; những thị trường mới nổi năm 1994-1998; quỹ dài hạn năm 1998; ngành triển lãm phim năm 1999-2000; quỹ đầu tư mạo hiểm và các công ty viễn thông năm 2000-2001. Trong mỗi trường hợp, những người cho vay và các nhà đầu tư cung cấp vốn quá rẻ, kết quả là mở rộng quá mức và thua lỗ rất lớn. Trong thế giới tài chính, nếu bạn đưa ra giá vốn rẻ, họ sẽ vay, mua và xây cất - thường là không tuân theo luật lệ và gây ra những hậu quả rất tiêu cực.

Chu kỳ vốn là nguyên nhân to lớn gây ra bong bóng trong ngành công nghệ. Tiền từ các quỹ đầu tư mạo hiểm khiến quá nhiều công ty được thành lập, trong khi chúng ít khi có cơ sở lý luận kinh doanh vững vàng và triển vọng về lợi nhuận. Nhu cầu IPO điên cuồng khiến các cổ phiếu nóng tăng giá cực nhanh, giúp các quỹ đầu tư mạo hiểm báo cáo mức lợi nhuận lên tới ba con số và thu hút nhiều vốn hơn một cách nhanh chóng. Sự hào phóng của thị trường vốn cho phép các công ty viễn thông ký kết các dự án vốn khổng lồ - những dự án này mới chỉ được tài trợ một phần, được đảm bảo rằng nó sẽ được cấp nhiều vốn hơn ở các giai đoạn sau, với tỷ số p/e cao hơn và lãi suất thấp hơn khi dự án tiếp tục phát triển. Tình trạng này khiến số lượng cáp quang được sản xuất ra cao vượt nhu cầu cần thiết tại thời điểm đó, rất nhiều trong số chúng hiện vẫn để không. Phần lớn các khoản đầu tư rót vào dự án trên có thể không bao giờ được thu hồi lại. Một lần nữa, cung ứng tiền quá dễ dàng sẽ dẫn đến phá hủy vốn.

Khi đầu tư, thói quen của tôi là không lo lắng quá nhiều về nền kinh tế trong tương lai - điều mà tôi chắc chắn rằng mình

không thể biết gì mấy. Thay vì thế, tôi tập trung vào bức tranh cung/cầu liên quan đến vốn. Có được vị thế để thực hiện đầu tư trong một khu vực ít người tham gia sẽ mang lại những lợi thế lớn. Tham gia vào một lĩnh vực mà mọi người đều ném tiền vào là công thức gây ra thảm họa.

(Trích "Bạn không thể dự đoán. Bạn có thể chuẩn bị.")

Để nhấn mạnh thêm về vấn đề này, dưới đây là một đoạn từ "Điểm cân bằng giữa hai thái cực" (tháng 8 năm 2004) tóm tắt ngắn gọn quy trình mang tính chu kỳ:

Đôi khi, những nhà cung cấp vốn chỉ đơn giản là những người mở hoặc thắt những điểm mấu chốt. Có những thời điểm bất cứ ai cũng có thể sở hữu lượng vốn bất kỳ dù lý do là gì, và có những thời điểm thậm chí cả những người đi vay đầy đủ tiêu chuẩn nhất cũng không thể tiếp cận được một lượng vốn hợp lý cho những dự án đáng đầu tư. Hành vi của thị trường vốn là một chỉ dẫn tuyệt vời để ta biết mình đang đứng ở đâu xét về khía cạnh tâm lý, và nó cũng là một nhân tố xuất sắc góp phần cung cấp các khoản đầu tư giá hời.

Bài viết trên tiếp tục thảo luận cách chu kỳ tín dụng góp phần tạo ra những cực điểm:

Tìm kiếm nguyên nhân của một cực điểm trong thị trường thường đòi hỏi ta phải tua ngược cuốn băng hình của chu kỳ tín dụng về một vài tháng hoặc một vài năm trước. Hầu hết các thị trường tăng giá một cách mạnh mẽ là do sự tăng lên đột ngột của việc sẵn lòng cấp vốn – thứ thường xảy ra một cách thiếu thận trọng. Tương tự như vậy, hầu hết sự sụp đổ là hệ quả khi các nhà cung cấp vốn từ chối rót tiền cho các công ty, ngành công nghiệp hoặc toàn bộ những người đi vay.

Mục đích của tôi sau đây là mô tả những ảnh hưởng của chu kỳ tín dụng. Và để làm được như vậy, tôi sẽ tiếp tục trở lại với Khủng hoảng tài chính toàn cầu, bởi nó cung cấp những bài học đắt giá nhất.

Vào cuối những năm 1960, những năm đầu tiên khi tôi mới trở thành nhà phân tích vốn, tôi đã rất chú ý tới chu kỳ kinh tế và cách mà lợi nhuận của các công ty tăng giảm khi phản ứng với nền kinh tế. Dù còn nhiều điều phải học hỏi, tôi đã biết được một ít kiến thức về những thay đổi trong tâm lý, thái độ đối với rủi ro (và vai trò quan trọng của chúng). Nhưng gần như tôi không đánh giá cao tầm quan trọng của sự vận hành chu kỳ tín dụng. Nói tóm gọn, rất khó để có thể hiểu toàn bộ những hiện tượng trong thế giới đầu tư trừ khi bạn đã trải nghiệm nó. Bây giờ, tôi kết luận rằng chu kỳ tín dụng là một thương vụ thực sự lớn. Thực tế, khi được hỏi về nguyên nhân của Khủng hoảng tài chính toàn cầu năm 2007-2008, tôi đã đặt nó lên đầu danh sách.

Gọi những trải nghiệm đau đớn năm 2007-2008 là cuộc "Khủng hoảng tài chính toàn cầu" bởi nó phản ánh một thực tế rằng đây là một hiện tượng *tài chính* – với hầu hết căn nguyên xuất phát từ các sự kiện trong thị trường tài chính, chứ không bắt nguồn chủ yếu từ những nguyên nhân kinh tế hoặc các nguồn gốc khác. Dưới đây là những nhân tố thuộc về thái độ và hành vi trong thế giới tài chính đã dẫn đến cuộc khủng hoảng lan rộng đó:

- Nguyên nhân xuất hiện khủng hoảng là thái độ dễ dãi quá mức đối với các rủi ro tài chính, đã được mô tả trong trang 167-166.

- Những thái độ vô lo như vậy càng trở nên nghiêm trọng bởi xuất hiện nhu cầu lớn đối với các khoản đầu tư có lợi suất cao - kết quả từ việc ngân hàng trung ương cắt giảm lãi suất chung.
- Hai yếu tố trên, cùng với các nhân tố khác, đã dẫn đến tình cảnh một số nhà đầu tư sẵn lòng quá mức trong việc chấp nhận các sản phẩm tài chính cải tiến, và họ "nuốt trọn" những suy luận thuận lợi từ các sự kiện trong quá khứ cũng như những giả định lạc quan khác về các sản phẩm.
- Sự vượt trội của chứng khoán đảm bảo bằng thế chấp trong số các sản phẩm cải tiến đã làm tăng nhanh nhu cầu đối với các thế chấp tạo ra những loại hình chứng khoán mới.
- Nhu cầu này khiến việc bán ra các khoản thế chấp trở nên dễ dàng, làm những người cho vay thế chấp thiếu thận trọng trong việc lựa chọn những người mua nhà tiềm năng mà họ sẽ cho vay. Bởi những người tạo ra tài sản thế chấp sẽ không giữ lại tài sản mà họ đã tạo ra, nên họ không phải lo lắng gì về chất lượng của những tài sản này. Một ví dụ tiêu biểu là các khoản cho vay thế chấp "dưới chuẩn" được tạo ra cho những người đi vay không thỏa mãn các tiêu chuẩn cho vay truyền thống liên quan đến việc làm hoặc thu nhập, hoặc cho những người lựa chọn trả lãi suất cao hơn thay vì phải làm tài liệu chứng minh tình cảnh của mình. Thực tế rằng những người không đủ khả năng như vậy vẫn có thể vay những khoản tiền lớn là một biểu hiện của các điều kiện thị trường tín dụng phi lý.

- Các nhà cung cấp các khoản vay thế chấp nới lỏng tiêu chuẩn tín dụng, cùng với các khoản cấp vốn dưới chuẩn hào phóng dành cho người mua nhà đã khiến việc sở hữu một ngôi nhà trở nên dễ dàng hơn bao giờ hết đối với người Mỹ, bao gồm rất nhiều người đáng ra đã không đủ khả năng mua nhà nếu áp dụng các tiêu chuẩn vay truyền thống đầy chặt chẽ.

- Bị hấp dẫn bởi lợi nhuận tiềm năng đến từ việc xếp hạng một số lượng lớn các chứng khoán được đảm bảo bằng thế chấp dưới chuẩn (cùng với sự cả tin hoặc có lẽ bởi lòng tham), các tổ chức xếp hạng tín dụng đã cạnh tranh lẫn nhau để đưa ra những đề nghị xếp hạng quá đà. Chính chúng đang tự chạy đua xuống đáy.

- Khả năng sở hữu nhà tăng lên đột biến, được thúc đẩy bởi thực tế rằng mức lãi suất của các khoản vay ngắn hạn chỉ ở mức thấp - do những người cho vay chỉ yêu cầu số tiền thanh toán gốc hằng tháng tương đối thấp để tối ưu hóa việc phát hành các khoản vay.

- Điều này đã khiến các khoản vay thế chấp theo lãi suất thả nổi xuất hiện rộng rãi, kéo theo các khoản thanh toán thấp ở những tháng đầu (do dựa trên mức lãi suất ban đầu thấp). Rõ ràng, những mức lãi suất không cố định tiềm ẩn những rủi ro đối với người đi vay, những người chỉ vừa đủ khả năng thanh toán khoản nợ trước khi lãi suất tăng. Nhưng những người đi vay được đảm bảo rằng nhờ có những điều kiện hào phóng của thị trường vốn, họ luôn có thể được tái tài trợ vào một khoản vay thế chấp khác, vẫn với một mức lãi suất ban đầu dưới chuẩn thị trường.

- Các ngân hàng đầu tư háo hức biến nguyên liệu thô dồi dào của các khoản vay thế chấp dưới chuẩn thành các chứng khoán được đảm bảo bằng thế chấp phát hành thành các phần nhỏ, với mức xếp hạng tín dụng trung bình cao nhất, để tối ưu hóa tính thanh khoản của chúng. Sự nhiệt tình đối với vấn đề này xảy ra đúng vào thời điểm "biện pháp kỹ thuật tài chính" được ưu ái, qua đó làm tăng xếp hạng của những phần chứng khoán trên – thứ hóa ra hoàn toàn không thể hiện được tính hiệu quả khi phải chịu áp lực.
- Những ngân hàng đầu tư đã phát hành và bán những chứng khoán trên thường sẵn lòng duy trì vốn căn bản để có thể dễ dàng phát hành số lượng chứng khoán lớn, hoặc đơn giản là họ muốn nắm giữ những tài sản có lợi suất cao (thậm chí họ còn không biết sản phẩm của họ độc hại thế nào). Và những ngân hàng khác thì tận dụng mức đòn bẩy cao để tạo ra những tài sản có mức lợi suất chênh lệch rất hấp dẫn, thông qua sử dụng khoản vay chi phí thấp để đầu tư vào các quỹ rủi ro có lợi suất cao, cũng như mua các phần nợ thứ cấp thuộc các chứng khoản được đảm bảo bằng thế chấp.

Như bạn có thể thấy ở trên, gần như tất cả các điều kiện tạo nên Khủng hoảng tài chính toàn cầu đều là những yếu tố bên trong của hệ thống tài chính và chu kỳ tín dụng. Sự phát triển trong nền tảng của cuộc khủng hoảng không xuất phát từ một cuộc bùng nổ kinh tế nói chung hoặc từ sự tăng trưởng đột biến diện rộng về lợi nhuận của các doanh nghiệp. Mấu chốt của sự kiện này cũng không nằm ở môi trường kinh doanh nói chung

hay đến từ một thế giới rộng lớn hơn thế. Thay vì vậy, Khủng hoảng tài chính toàn cầu chủ yếu là một hiện tượng tài chính hoàn toàn được gây ra bởi thái độ của những người tham gia. Những điều chủ yếu tạo ra chu kỳ này là nguồn cung ứng vốn dễ dàng và sẵn có; thiếu kinh nghiệm và sự thận trọng cần thiết để làm giảm sự hào hứng quá mức tồn tại suốt quá trình; công cụ kỹ thuật tài chính quá sáng tạo; quyết định cho vay không gắn liền với tình hình thực tế của người vay; và sự thiếu trách nhiệm đi kèm với lòng tham không giấu giếm.

Tuy nhiên, cần phải chú ý rằng, chuỗi phản ứng này còn xuất phát từ những quan chức trúng cử - những người rất nỗ lực mở rộng giấc mơ Mỹ trong việc sở hữu nhà và nghĩ đơn giản rằng sẽ thật tuyệt vời nếu mỗi người đều có khả năng mua nhà. Trong một bài phát biểu vào tháng 10 năm 2002, Tổng thống George W. Bush đã nhắc lại những điều ông được nghe từ một trong những người bạn của mình: "Bạn không phải đưa ra một ngôi nhà xuống cấp cho những người lần đầu tiên mua nhà. Nếu bạn dồn tâm sức, thì những người lần đầu mua nhà, những người mua nhà có thu nhập thấp cũng có thể có được một ngôi nhà khang trang như những người khác." Tôi tự hỏi liệu những người nghe được bài phát biểu ở thời điểm đó có nhận ra sự bất hợp lý như khi ta nghĩ về nó ở thời điểm này.

Sau khi Khủng hoảng tài chính toàn cầu bùng nổ, Hạ nghị sĩ Barney Frank, trước đây là một trong những người ủng hộ mạnh mẽ nhất việc mở rộng quyền sở hữu nhà, đã phát biểu rằng: "Quyền sở hữu nhà là một điều tốt. Nhưng chúng ta đã mắc phải một sai lầm nghiêm trọng. Có nhiều người trong xã hội không nên được phép vay tiền để mua nhà. Và chúng ta đã

đã trao quyền sở hữu nhà cho những người không phù hợp." (Như bạn có thể thấy, những bài phát biểu chính trị cũng có tính chu kỳ.)

Nói cách khác, những sự kiện tạo nên nền tảng cơ bản cho Khủng hoảng tài chính toàn cầu phần lớn liên quan đến tiền. Sự theo đuổi tiền bạc tạo ra làn sóng đi lên mạnh mẽ. Chúng ta thường bỏ qua thực tế kinh tế xuất phát từ việc sở hữu tiền của. Sự cảnh giác và thận trọng với rủi ro - điều thường liên quan đến sự sẵn lòng của những người tham gia thị trường trong việc cung cấp tiền – thì lại hầu như không xuất hiện. Do vậy, chu kỳ vốn tăng tới một thái cực bất hợp lý, hậu quả của điều này cơ bản không thể dự đoán được.

Khi chu kỳ tăng đến cực điểm, nó không thể lúc nào cũng đứng mãi ở đó. Đôi khi nó tự điều chỉnh, và đôi khi điều đó xảy ra bởi các sự kiện bên ngoài chu kỳ. Trong trường hợp này, chu kỳ chủ yếu đã tự điều chỉnh. Giống như đặt nền móng cho cuộc khủng hoảng, việc làm sáng tỏ thị trường cũng có bản chất là các yếu tố tài chính, mặc dù bước đầu tiên đến từ "thế giới thực".

- Điều có tính ảnh hưởng cao nhất là vào năm 2006, một lượng lớn những người vay thế chấp dưới chuẩn bắt đầu vỡ nợ. Một số người vay, những người được chấp thuận cho vay mà không phải chứng minh khả năng trả nợ hóa ra không hề đủ khả năng chi trả. Một vài khoản vay được thực hiện thông qua gian lận đã trở thành nợ xấu khi những người vay hư cấu biến mất. Một số khoản vay khác để mua toàn bộ ngôi nhà đã bị bỏ xó khi thị trường ngừng tăng trưởng.

- Dù lý do là gì, những cơ sở lịch sử cho phép những chứng khoán đảm bảo bằng thế chấp dưới chuẩn đạt được mức đòn bẩy và mức xếp hạng cao (và khăng khăng rằng sẽ không có làn sóng vỡ nợ ở phạm vi toàn quốc) đã sụp đổ. Hóa ra, các quyết định cho vay bị đưa ra một cách thiếu khôn ngoan và bất hợp lý khi dựa trên lịch sử đó. Điều quan trọng là những người cho vay và các nhà đầu tư đã lờ đi khả năng rằng sự tín nhiệm phi lý như thế sẽ làm tăng các hành vi cho vay bất cẩn.

- Một lượng lớn các vụ vỡ nợ khi vay thế chấp xảy ra đã làm giảm xếp hạng, vi phạm các giao ước và đập tan khả năng thanh toán các chứng khoán đảm bảo bằng thế chấp.

- Giảm xếp hạng, vi phạm giao ước và vỡ nợ khiến giá của các chứng khoán được đảm bảo bằng thế chấp sụt giảm, và niềm tin biến mất đã làm tính thanh khoản thị trường của các công cụ tài chính suy kiệt.

- Cùng với việc những người mua sợ hãi chỉ còn đứng ngoài lề và những người bán lo sợ thì rất muốn bán ra (hoặc buộc phải bán khi có yêu cầu bổ sung thêm vốn), ta có kết quả là giá của các chứng khoán bảo đảm bằng thế chấp đi xuống mạnh mẽ theo một đường xoáy ốc.

- Những phát triển tiêu cực này đã xung đột với những quy định mới được ban hành để làm tăng tính minh bạch. Các quy định mới yêu cầu tài sản của các ngân hàng phải được "xác định theo giá thị trường". Nhưng khi mức giá rơi tự do và tính thanh khoản không tồn tại, thật khó có thể đặt niềm tin vào bất kỳ mức giá nào. Khi ngân hàng đánh tụt giá tài sản của họ để thận trọng, những thất bát được báo

trước đã làm các nhà đầu tư bị sốc, gây thêm hoảng loạn trầm trọng hơn và càng làm giá thêm giảm sút...

- Trong nhiều trường hợp, khả năng đứng vững trên thị trường của các ngân hàng đã trở thành một câu hỏi. Rất nhiều ngân hàng đã bị thâu tóm bởi các ngân hàng khác (cùng với hỗ trợ từ chính phủ) hoặc phải nhận gói cứu trợ từ chính phủ.

- Với mỗi ngân hàng sụp đổ, sự mua lại (ở mức giá ít ỏi) hoặc gói cứu trợ tài chính đều mang lại những tổn thất cho các nhà đầu tư và hơn nữa là làm mất niềm tin. Thêm vào đó, mối quan hệ chéo giữa các ngân hàng gây ra mối lo ngại nghiêm trọng về khả năng các ngân hàng còn tồn tại có thể phụ thuộc vào những khoản tiền lấy từ đối tác. "Rủi ro đối tác" trở thành mối lo ngại mới nhất.

- Các ngân hàng báo cáo những khoản thua lỗ lớn. Mức giá tăng lên được đưa ra trong công cụ hoán đổi rủi ro tín dụng – một công cụ phái sinh được sử dụng để đánh cược vào mức độ uy tín của các ngân hàng – đã ngầm báo hiệu nguy cơ không trả được nợ tăng lên. Các cổ đông phản ứng lại bằng cách bán tháo cổ phiếu ngân hàng, ép giá giảm xuống. Những người bán khống liên tục bán, làm tăng thêm áp lực giảm giá, tự hoàn thành những lời dự đoán tiêu cực của chính họ, và càng làm vòng luẩn quẩn đi xuống bị khuếch đại.

- Cuối cùng, Lehman Brothers không được cho phép để bên khác mua lại và cũng không được nhận các gói cứu trợ, nên đã dẫn đến phá sản. Sự sụp đổ đó bổ sung thêm vào

nhiều sự kiện đáng lo ngại khác diễn ra cùng lúc, khiến cho nỗi hoảng loạn ngày càng tăng thêm.

- Thị trường đã phản ứng tiêu cực với các vấn đề về thế chấp ở giữa năm 2007, nhưng lại bỏ qua nguy cơ nó làm ảnh hưởng đến các lĩnh vực khác. Vào cuối năm 2008, mọi người đã rũ bỏ mọi thứ. Giá của tất cả các tài sản đều sụp đổ, ngoại trừ trái phiếu kho bạc và vàng.
- Các quỹ đã đầu tư bằng cách sử dụng vốn đi vay nhận ra giá tài sản đã bị sụt giảm nhanh chóng, và các quỹ này bị bên cho vay yêu cầu tăng thêm vốn. Khi quỹ yêu cầu các ngân hàng cho thêm thời gian, các ngân hàng nhìn chung không thể đồng ý. Kết quả là đã xảy ra tình trạng bán tháo danh mục đầu tư đầy khốn khổ - điều tiếp tục tăng thêm áp lực giảm giá.
- Thị trường vốn đóng sầm cửa lại trong môi trường đầu tư này, có nghĩa là những khoản cấp vốn mới gần như là bất khả trong mọi mặt của thị trường tài chính, kể cả những thị trường không liên quan đến nhà ở và thế chấp.
- Từ các vấn đề ở trên, tất cả các đơn vị kinh tế đều bị kìm hãm, từ chối mua, đầu tư hoặc mở rộng. Kết quả là ta có một nền kinh tế cắt giảm chi tiêu, cái được coi là "Đại suy thoái".

Đạt tới cực điểm trong 15 tuần cuối của năm 2008, dao động đi xuống của chu kỳ tín dụng dường như phủ khắp toàn cầu và không có khả năng dừng lại. Rất ít người có thể tưởng tượng ra một năng lực nào đó có thể ngăn chặn được nó, hoặc có tồn tại một kịch bản lý thuyết quá kinh khủng để có thể trở thành hiện

thực (như đã miêu tả ở chương trước). Sự sụp đổ hoàn toàn của hệ thống tài chính giờ đã trở thành một nguy cơ thực thụ.

> Điểm mấu chốt là sự sẵn lòng của các nhà cung cấp vốn tiềm năng đã biến động mạnh mẽ, và tác động sâu sắc đến nền kinh tế và thị trường. Không còn nghi ngờ gì nữa, cuộc khủng hoảng tín dụng gần đây trở nên tồi tệ đến vậy bởi vì thị trường tín dụng đã đóng băng và ngoại trừ chính phủ, mọi nguồn cấp vốn đều không khả dụng.
>
> (Trích "Mở và đóng")

Tôi thực sự tin rằng một sự sụp đổ của hệ thống - với những phân nhánh như đã thấy trong cuộc đại khủng hoảng - có thể đã xảy ra. Tuy nhiên, may mắn là chính phủ Mỹ đã thực hiện từng bước khắc phục. Chúng bao gồm hành động bảo lãnh thương phiếu, đã được đề cập trước đó, cũng như bảo lãnh các quỹ thị trường tiền tệ. Các gói cứu trợ ngân hàng cho thấy chính phủ sẵn sàng trợ giúp và vụ phá sản của Lehman Brothers vào tháng 9 năm 2008 thì chỉ ra chính phủ đang phân biệt xem ngân hàng nào đáng để cứu trợ và ngân hàng nào thì không. Dù những thành phần tham gia thị trường hoảng loạn bị thuyết phục rằng Morgan Stanley sẽ là tổ chức tiếp theo bị sụp đổ sau Lehman, và tiếp sau đó là Goldman Sachs – thì vòng xoáy đi xuống này đã ngừng lại khi Mitsubishi UFJ của Nhật hứa đầu tư một khoản 9 tỷ đô la vào Morgan Stanley.

Quan trọng là các sự kiện trong thị trường tín dụng cuối cùng đã chứng minh rằng các chu kỳ không thể mãi chỉ đi theo một hướng, ngay cả khi các sự kiện thảm khốc lan rộng. Giá của các khoản nợ nhìn chung rơi tự do từ thời điểm Lehman phá sản vào 15 tháng 9 đến cuối năm 2008. Tuy nhiên, vào thời điểm cuối

năm 2008, các thành phần khiến cho thị trường được phục hồi vững chắc bắt đầu diễn ra.

- Các quỹ sử dụng đòn bẩy quá mức đã nhận được yêu cầu bổ sung thêm vốn đã tăng thêm vốn bổ sung, bán tài sản để giảm mức đòn bẩy theo yêu cầu, hoặc thanh lý tài sản.
- Khi các quỹ và các nhà quản lý đầu tư nhận được thông báo từ các nhà đầu tư mong muốn rút tiền vào cuối năm, họ sẽ dựng lên các "cổng" để trì hoãn rút tiền hoặc bán số tài sản cần thiết để đáp ứng nhu cầu rút tiền.
- Giá của các chứng khoán nợ đạt đến điểm báo hiệu mức lợi suất cao đến mức việc bán ra là không thể chấp nhận được và việc mua vào thì trở nên rất hấp dẫn.
- Và cuối cùng, những bên tham gia thị trường thể hiện rằng khi tâm lý tiêu cực trở nên phổ biến và "mọi thứ không thể tệ hơn nữa", thì đúng là như vậy. Khi tất cả sự lạc quan đã bị loại bỏ, và thái độ hoảng loạn né tránh rủi ro diễn ra khắp mọi nơi, nó có thể đã đạt đến điểm mà giá không thể thấp hơn được nữa. Và cuối cùng khi mức giá ngừng giảm, con người có xu hướng nhẹ nhõm, và vì vậy tiềm năng để giá phục hồi bắt đầu nảy sinh.

Khủng hoảng tài chính toàn cầu thể hiện một chu kỳ tín dụng ở cực đỉnh từ sau giai đoạn Đại suy thoái. Xét về lịch sử, thị trường nợ đã được đánh dấu bởi chủ nghĩa bảo thủ, có nghĩa là dao động đi lên quá mức đã bị giới hạn và hầu hết các bong bóng xuất hiện trong thị trường vốn. Chắc chắn đây là tình cảnh của cuộc đại khủng hoảng năm 1929.

Nhưng việc tạo ra thị trường trái phiếu có lợi suất cao vào cuối những năm 1970 đã bắt đầu tự do hóa việc đầu tư nợ, và môi trường kinh tế về cơ bản là tích cực của ba thập kỷ tiếp theo đã mang lại cho những người mạo hiểm một trải nghiệm đầy triển vọng. Sự kết hợp này dẫn đến xu hướng mạnh mẽ về việc chấp nhận các công cụ nợ được xếp hạng thấp và phi truyền thống.

Có những giai đoạn suy yếu của thị trường nợ vào năm 1990-1991 (liên quan đến cảnh phá sản trên diện rộng trong số những vụ mua lại có mức đòn bẩy cao vào những năm 1980) và vào năm 2002 (xuất phát từ việc vay quá mức để tài trợ xây dựng trong ngành viễn thông đến nỗi dư thừa, dẫn đến sự xuống cấp nghiêm trọng và nhiều vụ bê bối về kế toán ở các doanh nghiệp lớn). Nhưng những tác động của chúng bị giới hạn, bởi những nguyên nhân hình thành nên chúng chỉ có tính biệt lập. Mãi cho đến tận năm 2007-2008, thị trường chứng khoán mới lần đầu phải chứng kiến hoảng loạn lan rộng liên quan đến các khoản nợ, cùng với các ảnh hưởng phân nhánh lan tỏa khắp nền kinh tế. Do vậy, Khủng hoảng tài chính toàn cầu đã đưa ra một ví dụ cơ bản về những tác động toàn diện của chu kỳ tín dụng.



Như tôi đã viết trong "Mở và đóng", chu kỳ thị trường vốn hoạt động rất đơn giản và thông điệp của nó cũng rất dễ để nhận biết. Một thị trường tín dụng chặt chẽ và thận trọng luôn được bắt nguồn, dẫn đến hoặc bao hàm những điều dưới đây:

- sợ hãi mất tiền
- thận trọng với rủi ro và sự hoài nghi tăng cao

- không sẵn sàng cho vay và đầu tư mà không nhận được bù đắp tương xứng
- thiếu hụt vốn ở mọi nơi
- nền kinh tế bị thu hẹp và các khoản tái tài trợ khó được thực hiện
- vỡ nợ, phá sản và tái cấu trúc
- giá tài sản thấp, lợi suất tiềm năng cao, rủi ro thấp và phần bù rủi ro lớn

Kết hợp chúng lại với nhau, những điều này báo hiệu thời điểm tuyệt vời để đầu tư. Tuy vậy, tất nhiên vì nỗi sợ và thận trọng với rủi ro vẫn tồn tại, phần lớn mọi người đều lưỡng lự khi đầu tư trong khi họ hoàn toàn có thể. Vì vậy, thật khó khăn để mọi người có thể ra quyết định đầu tư khi chu kỳ vốn đang ở giai đoạn tiêu cực và cũng là lúc nó có khả năng sinh lời.

Mặt khác, một thị trường vốn hào phóng luôn gắn liền với những điều dưới đây:

- nỗi sợ hãi bỏ lỡ cơ hội sinh lời
- giảm thận trọng với rủi ro và bớt hoài nghi (và cùng với đó là giảm sự cẩn thận)
- đổ ra quá nhiều tiền để theo đuổi quá ít giao dịch
- sẵn lòng mua chứng khoán với số lượng tăng cao
- sẵn lòng mua chứng khoán với chất lượng giảm sút
- giá tài sản cao, lợi nhuận tương lai thấp, rủi ro cao và phần bù rủi ro thấp

Một điều rất rõ từ danh sách các yếu tố trên là sự hào phóng quá mức của thị trường vốn bắt nguồn từ việc thiếu cẩn trọng, do vậy đáng ra những nhà đầu tư phải nhận thấy dấu hiệu cảnh báo rõ ràng nhất. Thị trường vốn rộng cửa được hình

thành khi có những thông tin tốt, giá tài sản tăng, sự lạc quan lên cao và tất cả mọi điều dường như đều khả quan. Nhưng nó luôn đi kèm với việc phát hành những chứng khoán với mức giá quá cao và không lành mạnh, và những mức nợ cuối cùng sẽ chỉ còn là đống đổ nát.

Chất lượng của việc phát hành chứng khoán mới trong thị trường vốn mở rộng cần được quan tâm đặc biệt. Khi người ta không mấy thận trọng với rủi ro và bớt hoài nghi, và chỉ tập trung vào việc chắc chắn không bỏ lỡ các các cơ hội đầu tư thay vì đề phòng thua lỗ, các nhà đầu tư sẽ mua vào với số lượng lớn. Những yếu tố tương tự cũng khiến họ sẵn lòng mua những chứng khoán có chất lượng thấp hơn.

Khi chu kỳ tín dụng đang trong giai đoạn mở rộng, số liệu thống kê về các chứng khoán mới phát hành đã cho thấy một điều rõ ràng là các nhà đầu tư đang mua chứng khoán mới với số lượng lớn. Nhưng việc chấp nhận các chứng khoán có chất lượng thấp hơn thì không rõ ràng bằng. Dù vẫn còn xếp hạng tín dụng và các điều khoản để xem xét, ta cần phải mất công suy luận để thấu hiểu được vai trò quan trọng của những điều này. Khi sự tài trợ vốn điên cuồng được tạo ra bởi các quỹ sẵn có quá mức, việc nhận ra và chống lại xu hướng này dường như vượt quá khả năng của đa số các bên tham gia thị trường. Đây là một trong rất nhiều lý do tại sao hậu quả của một thị trường vốn quá hào phóng lại bao gồm thua lỗ, một nền kinh tế bị thu hẹp và chẳng còn ai sẵn lòng cho vay.

Điểm mấu chốt của tất cả những điều trên là thị trường vốn hào phóng luôn được kết hợp với giá tài sản cao và các khoản thua lỗ xảy ra sau, trong khi khủng hoảng tín dụng tạo ra những mức giá hời và những cơ hội đầu tư tuyệt vời.

("Mở và đóng")



Mục đích cuối cùng của cuốn sách này không phải là giúp bạn hiểu về chu kỳ *sau khi* chúng đã diễn ra. Thay vào đó, nó giúp bạn cảm nhận được chúng ta đang đứng ở đâu trong những chu kỳ đa dạng ở thực tại, và từ đó có những hành động phù hợp.

Chìa khóa để giải quyết chu kỳ tín dụng nằm ở việc biết rằng nó đạt đến đỉnh điểm khi mọi thứ đã diễn ra tốt đẹp trong một khoảng thời gian, tin tức khả quan, mức thận trọng với rủi ro thấp và các nhà đầu tư thì háo hức hành động. Điều này khiến những người đi vay dễ dàng gọi vốn và khiến người mua cùng nhà đầu tư phải cạnh tranh để có cơ hội cung cấp khoản vay. Kết quả là xuất hiện những khoản tài trợ vốn giá rẻ, tiêu chuẩn tín dụng thấp, các giao dịch lỏng lẻo và mở rộng tín dụng thiếu khôn ngoan. Những người đi vay nắm ưu thế khi cửa sổ tín dụng mở rộng – chứ không phải người cho vay hay nhà đầu tư. Hàm ý của tất cả những điều này rất rõ ràng: Hãy hành động cẩn trọng.

Điều hoàn toàn ngược lại có thể trở thành hiện thực ở một điểm cực khác của chu kỳ tín dụng. Ta đạt tới cực tiểu khi xuất hiện những tình tiết không mấy dễ chịu, sự thận trọng với rủi ro tăng cao và các nhà đầu tư trở nên chán nản. Trong hoàn cảnh như vậy, không ai muốn cung cấp vốn, thị trường tín dụng đóng băng và những lời đề xuất vay vốn khó lòng được đáp ứng. Tình cảnh này lại đặt chìa khóa vào tay những nhà cung cấp vốn hơn là những người đi vay.

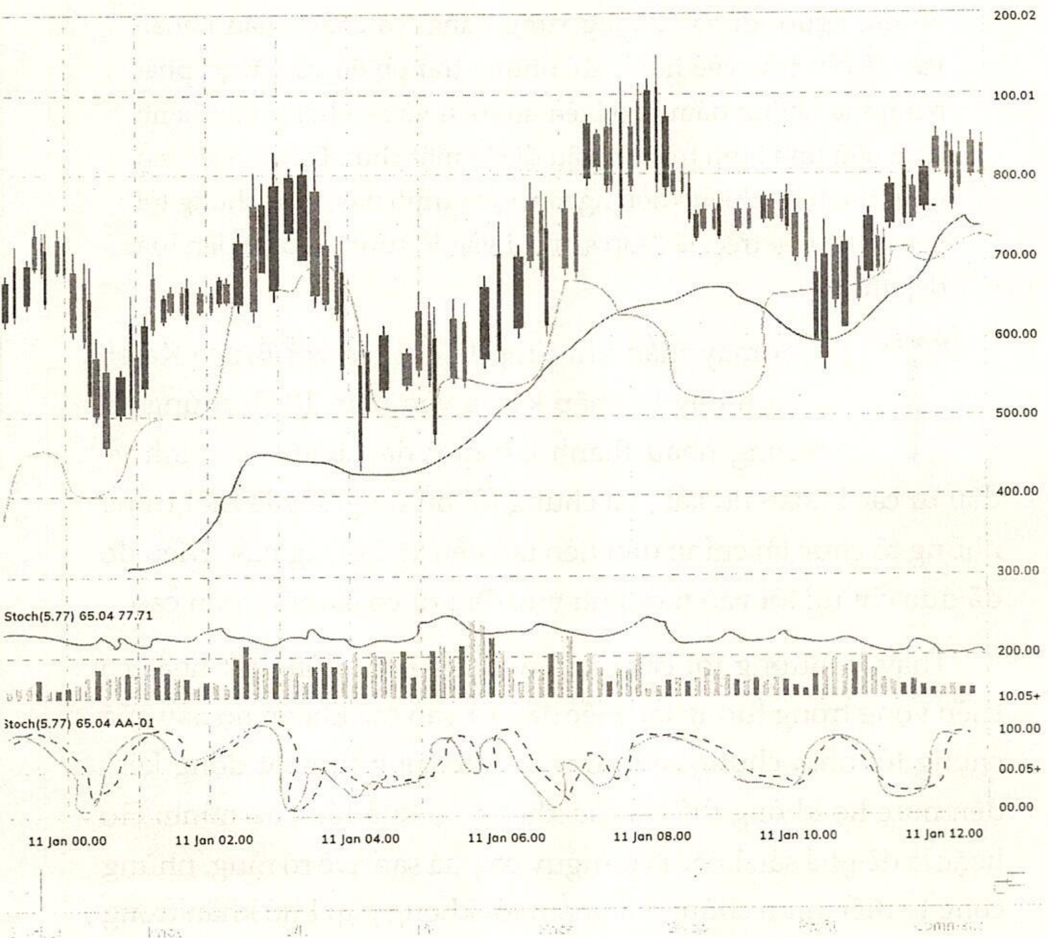
Bởi vì việc đi vay rất khó khăn và nguồn vốn nhìn chung không sẵn có, những người sở hữu vốn sẵn sàng cung ứng nó có

thể áp dụng những tiêu chuẩn nghiêm ngặt, xây dựng cấu trúc khoản vay vững vàng, đề ra các điều khoản bảo vệ và yêu cầu lợi nhuận cao. Những điều như vậy sẽ cung cấp một biên an toàn cần thiết để đầu tư vượt trội. Khi các điều kiện này được đảm bảo, các nhà đầu tư nên chuyển sang một thái độ quyết liệt hơn.

Các khoản đầu tư vượt trội không đến từ việc mua những tài sản chất lượng cao, mà đến từ việc mua vào khi thương vụ ngon ăn, giá thấp, lợi nhuận tiềm năng cao và rủi ro được giới hạn. Những điều kiện này thường xuất hiện khi thị trường tín dụng đang ở trạng thái ít hưng phấn và nghiêm ngặt hơn của chu kỳ. Dường như giai đoạn "đóng sầm cửa" của chu kỳ tín dụng sẽ góp phần tạo ra nhiều "món hời" hơn bất cứ nhân tố nào khác.

10

CHU KỲ NỢ XẤU



Rất ít người cho vay và người mua trái phiếu thiếu thận trọng tới mức chi ra những khoản tiền sẽ không được hoàn trả nếu các điều kiện vẫn duy trì như hiện tại. Và trong những thời điểm tỉnh táo, họ sẽ khăng khăng yêu cầu một biên an toàn đủ để chắc chắn rằng số tiền lãi và gốc sẽ được thanh toán cho dù điều kiện của con nợ trở nên xấu đi.

Nhưng khi thị trường tín dụng nóng lên – khi cuộc đua xuống đáy khiến những người cho vay khao khát được tài trợ vốn cho những người đi vay không xứng đáng, và chấp nhận khoản vay có cấu trúc yếu hơn – thì những trái phiếu vẫn được phát hành mà không đảm bảo biên an toàn và sẽ không thể thanh toán nếu tình hình trở nên xấu đi chỉ một chút. Đây là việc mở rộng tín dụng thiếu khôn ngoan. Quá trình này, như chúng tôi vẫn nói ở Oaktree, là "sắp sẵn củi vào lò sưởi" cho lần lên lửa tiếp theo.

Tôi may mắn khi từng là đối tác với Bruce Karsh cách đây ba thập kỷ và vào năm 1988, chúng tôi cùng nhau thành lập quỹ đầu tiên của mình về đầu tư các khoản nợ xấu, và chúng tôi tin rằng đây là một trong những tổ chức tài chính đầu tiên tạo nên xu hướng này. Điều đó đã đưa chúng tôi vào một lĩnh vực đầu tư có chuyên môn cao.

Thay vì hướng tới các công ty đang hoạt động tốt hoặc có triển vọng trong tương lai, việc đầu tư vào các khoản nợ xấu của chúng tôi nhìn chung sẽ hướng về các công ty hoạt động kém đến mức họ không thể trả các khoản nợ quá lớn của mình: Họ hoặc là đã phá sản hoặc là có nguy cơ phá sản. Để rõ ràng, những công ty điển hình chúng tôi nhắm tới không gặp khó khăn trong vận hành, chỉ là họ có quá nhiều khoản nợ, do vậy câu thần chú của chúng tôi là "công ty tốt, bảng cân đối kế toán xấu".

Các nhà đầu tư thông thường sẽ mua các chứng khoán nợ hoặc tạo lập các khoản vay bởi vì họ kỳ vọng sẽ được trả lãi định kỳ và tiền gốc sẽ được thanh toán khi khoản vay đến hạn. Tuy nhiên, với khoản nợ xấu, những điều trên sẽ không xảy ra, thay vào đó khoản nợ được cho là sẽ không "giữ nguyên giá trị hiện tại" hoặc "có thể thanh toán". Vậy nếu lãi và gốc dự kiến sẽ không được thanh toán thì động lực của các nhà đầu tư nợ xấu là gì?

Câu trả lời là người nắm giữ trái phiếu - những người không được thanh toán đúng lịch trả nợ có thể thực hiện "khiếu nại của chủ nợ" để chống lại người mắc nợ. Tóm lại – và nói một cách đơn giản – khi công ty đi đến phá sản, những người chủ cũ bị đá văng ra ngoài và những chủ nợ cũ sẽ trở thành những người chủ sở hữu mới. Mỗi chủ nợ sẽ nhận được một phần giá trị của công ty - phụ thuộc vào số tiền và thâm niên của khoản nợ mà anh ta nắm giữ - dưới hình thức kết hợp giữa tiền mặt, các khoản nợ mới và quyền sở hữu công ty trong tương lai.

Các nhà đầu tư nợ xấu cố gắng tìm ra (a) giá trị của công ty bị phá sản (hoặc nó sẽ có giá trị bao nhiêu tại thời điểm nó được phục hồi khỏi cảnh phá sản), (b) giá trị đó được phân bổ như thế nào giữa các chủ nợ của công ty và các bên có quyền lợi khác và (c) quá trình đó diễn ra trong bao lâu. Với câu trả lời chính xác cho những câu hỏi này, anh ta có thể xác định lợi nhuận hằng năm đến từ khoản nợ sẽ là bao nhiêu khi nó được mua lại ở một mức giá nhất định.

Việc chúng tôi bắt đầu đầu tư vào các khoản nợ xấu ở năm 1988 diễn ra rất thuận lợi, bởi có rất ít đối thủ cạnh tranh, và lĩnh vực còn ít được biết đến cũng như không nhiều người hiểu

– hai yếu tố này có thể giúp ta tạo ra lợi nhuận vượt trội trong bất kỳ lĩnh vực nào. Kết quả là, quỹ của chúng tôi đã có thể đạt lợi nhuận trung bình cao trong suốt 29 năm kể từ đó. Nhưng cũng như rất nhiều điều khác, con số trung bình chỉ mang ý nghĩa hạn chế. Các quỹ mà chúng tôi thành lập ở những thời điểm không-mấy-thuận-lợi nhìn chung sẽ mang lại lợi nhuận tốt, nhưng kết quả có được khi thành lập quỹ đúng thời điểm sẽ đạt mức cao nhất.

Nói cách khác, cơ hội đạt được lợi nhuận hàng đầu khi đầu tư các khoản nợ xấu có thể đến và cũng có thể đi. Với chủ đề của cuốn sách này, những gì tôi xem xét ở đây là những điều khiến cơ hội tăng lên và giảm xuống. Không ngạc nhiên khi câu trả lời lại nằm ở sự dao động trong chu kỳ của nợ xấu. Vậy điều gì khiến nó có những biến động như vậy?



Những cơ hội thu về lợi nhuận từ các khoản nợ xấu có tính chu kỳ rất cao và được xác định bởi sự phát triển của các chu kỳ khác. Do vậy, chúng minh họa cho sự hoạt động của chu kỳ và đây là thời điểm thích hợp để thảo luận về vấn đề này.

Vào thời điểm bắt đầu - năm 1988, 1989 và thời điểm đầu năm 1990 - các quỹ đầu tư của chúng tôi được hưởng những lợi ích thường-bị-bỏ-qua từ việc đầu tư nợ xấu, và lợi nhuận đạt được của chúng tôi rất tốt. Nhưng vào nửa sau của năm 1990, thị trường đầu tư thứ cấp vào các trái phiếu được xếp hạng sụp đổ, đây là cuộc khủng hoảng đầu tiên trong ba cuộc khủng hoảng lớn mà Bruce và tôi đã trải qua cùng nhau. Thêm vào việc tạo ra giá mua thấp khiến các quỹ năm 1990 của chúng tôi đạt được kết

quả trên mức trung bình, giai đoạn này đem lại nhiều bài học, bởi nó cho chúng tôi cái nhìn đầu tiên về quá trình xuất hiện các cơ hội đầu tư vượt trội vào các khoản nợ xấu.

Yếu tố đầu tiên trong hai điều thiết yếu tạo ra cơ hội đầu tư là "việc mở rộng tín dụng thiếu khôn ngoan". Với những gì đã thảo luận ở chương trước, bạn hẳn đã hiểu tôi đang nghĩ gì và yếu tố này phát triển ra sao. Tôi sẽ giải thích thông qua ví dụ về trái phiếu có lợi suất cao:

- Lúc mới đầu, những nhà đầu tư thận trọng với rủi ro ở mức phù hợp sẽ áp dụng những tiêu chuẩn tín dụng chặt chẽ để phát hành các trái phiếu có lợi suất cao.
- Môi trường kinh tế lành mạnh tạo điều kiện thuận lợi cho việc phát hành trái phiếu, giúp các công ty dễ dàng xử lý các khoản nợ hiện tại (có nghĩa là việc vỡ nợ rất khan hiếm).
- Do vậy, trái phiếu có lợi suất cao - cùng với mức lãi hào phóng của chúng và ít nguy cơ vỡ nợ - đã tạo ra lợi nhuận rất ổn định.
- Mức lợi nhuận này đã thuyết phục các nhà đầu tư rằng việc đầu tư vào các trái phiếu có lợi suất là rất an toàn, từ đó thu hút thêm vốn cho thị trường.
- Việc tăng vốn đầu tư có nghĩa là tăng nhu cầu đối với trái phiếu. Bởi Phố Wall không bao giờ để các nhu cầu không được đáp ứng, nên kết quả là số lượng trái phiếu được phát hành tăng lên.
- Cùng với điều kiện đã cho phép một lượng trái phiếu lớn được phát hành, nó cũng để những trái phiếu có uy tín thấp hơn được phát hành.

Rất ít người cho vay và người mua trái phiếu thiếu thận trọng tới mức chi ra những khoản tiền sẽ không được hoàn trả nếu các điều kiện vẫn duy trì như hiện tại. Và trong những thời điểm tỉnh táo, họ sẽ khăng khăng yêu cầu một biên an toàn đủ để chắc chắn rằng số tiền lãi và gốc sẽ được thanh toán cho dù điều kiện của con nợ trở nên xấu đi.

Nhưng khi thị trường tín dụng nóng lên – khi cuộc đua xuống đáy khiến những người cho vay khao khát được tài trợ vốn cho những người đi vay không xứng đáng, và chấp nhận khoản vay có cấu trúc yếu hơn – thì những trái phiếu vẫn được phát hành mà không đảm bảo biên an toàn và sẽ không thể thanh toán nếu tình hình trở nên xấu đi chỉ một chút. Đây là việc mở rộng tín dụng thiếu khôn ngoan. Quá trình này, như đã nói, là "sắp sẵn củi vào lò sưởi" cho lần lên lửa tiếp theo.

Nhưng đây chỉ là nửa đầu tiên của quá trình. Ngay cả sau khi nhiên liệu thắp lửa đã sẵn sàng, sẽ không có tai họa lớn nào xảy ra cho đến khi yếu tố thứ hai xuất hiện: một bộ phận đánh lửa. Nó thường xuất hiện dưới hình thức là một cuộc suy thoái, thứ khiến lợi nhuận của các công ty giảm sút. Nó cũng thường đi kèm một cuộc khủng hoảng tín dụng - hay cánh cửa tín dụng bị đóng sầm lại - đến mức các khoản nợ hiện tại không thể tái tài trợ và tình cảnh vỡ nợ xảy ra. Thường các điều kiện sẽ càng thêm trầm trọng bởi các sự kiện bên ngoài, làm sự tự tin suy yếu và gây tổn hại đến nền kinh tế và thị trường tài chính. Vào năm 1990, những sự kiện đó bao gồm:

- chiến tranh Vùng Vịnh, cuộc chiến được khơi mào bằng cuộc xâm chiếm Kuwait của Iraq
- rất nhiều vụ mua lại đầy triển vọng và có mức độ đòn bẩy cao trong những năm 1980 rơi vào cảnh phá sản

- Michael Miken bị bỏ tù (đây là nhân viên ngân hàng phụ trách khoản đầu tư gốc của những trái phiếu có lợi suất cao) và sự sụp đổ của Drexel Burnham (nơi làm việc của Milken, ngân hàng đầu tư có liên quan mật thiết tới những trái phiếu có lợi suất cao). Khi Drexel và Milken không còn hoạt động, những biện pháp khắc phục nhằm giúp các công ty yếu kém tránh không bị vỡ nợ rất khó có hiệu lực.

Khi bộ phận đánh lửa hoạt động, những trái phiếu không nên được phát hành – và kể cả những trái phiếu đủ tiêu chuẩn – cũng bắt đầu thất bại.

- Một nền kinh tế phát triển chậm lại sẽ khiến các công ty khó khăn hơn trong việc thanh toán nợ.
- Khi thị trường tín dụng đóng cửa, việc tái cấp tiền không được thực hiện, có nghĩa là tình trạng vỡ nợ tăng cao.
- Tình trạng vỡ nợ tăng gây tổn hại đến tâm lý nhà đầu tư.
- Các nhà đầu tư từng chấp nhận rủi ro khi mọi thứ hoạt động tốt bây giờ trở nên thận trọng với rủi ro.
- Việc rót vốn cho các công ty đang gặp khó khăn về tài chính – điều từng có vẻ là một ý hay chỉ trong một thời gian ngắn trước đây – bây giờ không còn được quan tâm nữa.
- Những người mua nợ tiềm năng đã lùi bước, từ chối "bắt dao rơi" và nói rằng họ sẽ đợi cho đến khi những vấn đề không chắc chắn được giải quyết.
- Dòng vốn di động đã bị rút khỏi thị trường. Người mua trở nên khan hiếm, và người bán thì chiếm ưu thế.

- Hoạt động bán trái phiếu tăng lên, giá trái phiếu giảm xuống như thác nước đổ; các quỹ bị rút tiền ồ ạt giờ trở thành những người bán chẳng đặng đừng, và cuối cùng trái phiếu có thể bán ở bất cứ mức giá nào.

Đây là những điều kiện làm phát sinh khả năng mua lại các khoản nợ xấu với giá hời, và do vậy có cơ hội nhận về lợi nhuận cao.

Tất nhiên, chu kỳ không chỉ đi theo một hướng. Cuối cùng nền kinh tế sẽ bắt đầu được phục hồi và thị trường tín dụng mở cửa trở lại. Hai sự phát triển này khiến tỷ lệ vỡ nợ ở các trái phiếu có lợi suất cao giảm xuống. Sự kết hợp giữa nền kinh tế được cải thiện và tỷ lệ vỡ nợ giảm khiến hoạt động bán ra không còn ồ ạt. Do vậy, áp lực giảm giá trái phiếu dịu lại và một vài giao dịch mua bắt đầu diễn ra. Giá tăng lên thay vì giảm xuống, và việc tái cấu trúc bảng cân đối kế toán giúp khôi phục các công ty, tăng khả năng tồn tại, loại bỏ những trở ngại và mở khóa giá trị. Khi lợi nhuận từ việc mua trái phiếu ở dưới đáy bắt đầu thu hút sự chú ý, thị trường thu hút được các dòng vốn bổ sung. Khi những kết quả tốt hơn kết hợp với dòng vốn tăng, nhu cầu mua trái phiếu tăng trở lại. Và lúc này chúng ta đã hoàn thành một chu kỳ: Chúng ta trở lại điểm bắt đầu.

Một thời gian trước, tôi đã đưa ra một bản tóm tắt ngắn gọn về cách mà chu kỳ phát hành trái phiếu làm nền móng cho sự tăng giảm của chu kỳ nợ xấu. Đó là:

- Những nhà đầu tư thận trọng với rủi ro giới hạn số lượng trái phiếu được phát hành và yêu cầu trái phiếu phải có chất lượng cao.

- Phát hành trái phiếu chất lượng cao giúp tỷ lệ vỡ nợ thấp.
- Tỷ lệ vỡ nợ thấp khiến các nhà đầu tư tự mãn và dễ dàng chấp nhận rủi ro.
- Dễ dàng chấp nhận rủi ro tạo điều kiện để các nhà đầu tư tăng số lượng phát hành trái phiếu và đẩy chất lượng trái phiếu xuống thấp hơn.
- Những trái phiếu chất lượng thấp cuối cùng không vượt qua được bài kiểm tra của những khó khăn trong nền kinh tế và làm tăng các vụ vỡ nợ.
- Các vụ vỡ nợ tăng làm giảm nhiệt huyết, khiến các nhà đầu tư lại một lần nữa thận trọng với rủi ro.
- Và cứ thế chu kỳ lại tiếp tục.

Đây là một chu kỳ mà tôi đã thấy lặp lại nhiều lần. 29 năm kinh nghiệm của tôi với những khoản nợ xấu đã giúp tôi chắc chắn điều này. Và những mô tả trước về chu kỳ đã cho tôi cơ hội tuyệt vời để đưa ra kết luận rằng mỗi một sự kiện của một chu kỳ sẽ là nguyên nhân dẫn đến sự kiện khác liền sau. Đó đúng là một chuỗi phản ứng và là điều mà tôi cho rằng sẽ tiếp tục xảy ra trong tương lai.



Như bạn có thể thấy, sự tăng và giảm của các cơ hội trong thị trường nợ xấu bắt nguồn từ sự tác động của các chu kỳ khác, như nền kinh tế, tâm lý của các nhà đầu tư, thái độ đối với rủi ro và thị trường tín dụng.

- Chu kỳ của nền kinh tế ảnh hưởng đến tâm lý của nhà đầu tư, khả năng sinh lời của các công ty và nguy cơ vỡ nợ.

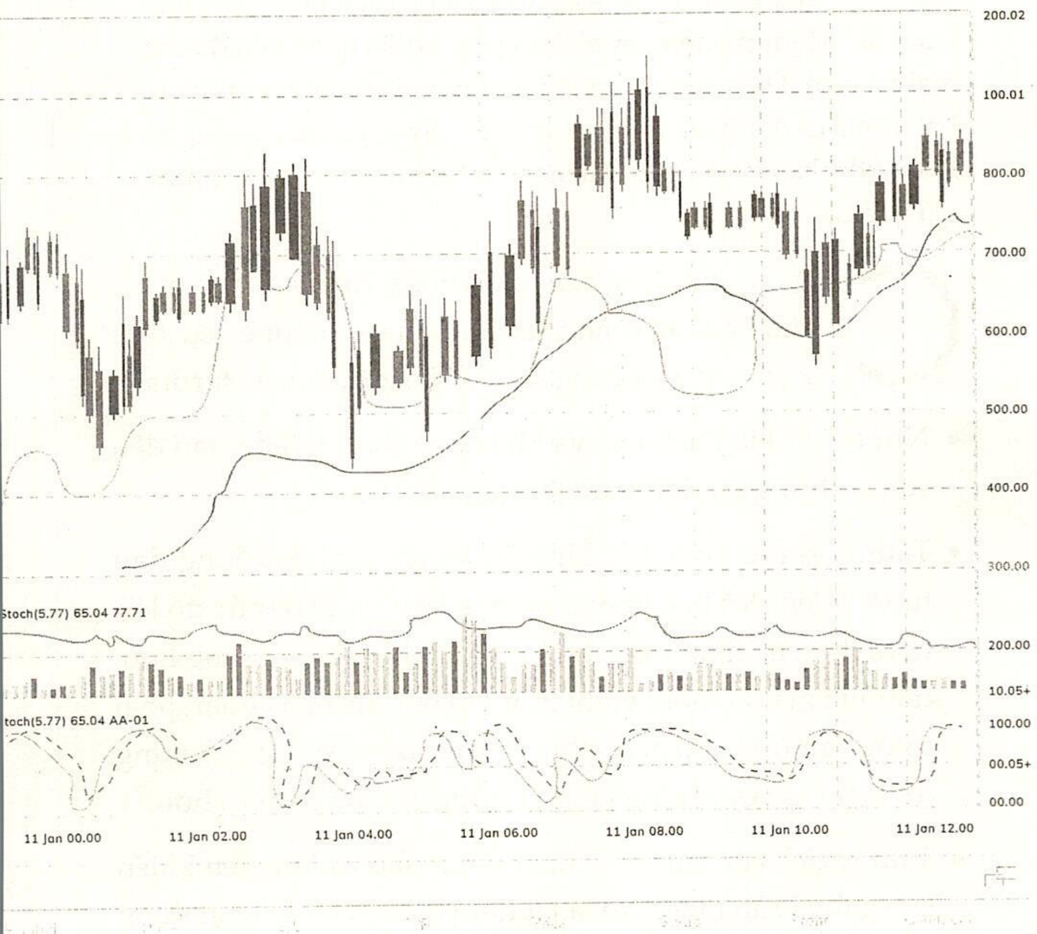
- Chu kỳ tâm lý góp phần vào dao động của các điều kiện thuộc thị trường tín dụng cũng như mong muốn của các nhà đầu tư đối với việc cho vay, mua và bán.
- Chu kỳ thái độ đối với rủi ro khiến việc phát hành các trái phiếu yếu kém trở nên dễ dàng khi ở trên đỉnh nhưng lại từ chối cấp vốn để tái tài trợ khi ở dưới đáy.
- Chu kỳ tín dụng có ảnh hưởng sâu sắc đến khả năng tái tài trợ, đến mức các tổ chức muốn phát hành nợ phải tuân theo các tiêu chuẩn tín dụng nghiêm ngặt.

Hy vọng mọi thứ đã trở nên rõ ràng, rằng nhiều chu kỳ cơ bản có tác động đến thị trường nợ xấu không hề xa rời và tách biệt. Như tôi đã viết, mỗi một chu kỳ trong số các chu kỳ này sẽ tăng và giảm, mỗi một chu kỳ lại có thể khiến các chu kỳ khác tăng và giảm, và mỗi một chu kỳ cũng bị tác động bởi sự tăng và giảm của các chu kỳ khác. Nhưng kết quả của tất cả những điều này là ta có một chu kỳ tìm kiếm cơ hội từ nợ xấu vô cùng "kịch tính" và nó là một chu kỳ có thể giải thích được.

00:01

11

CHU KỲ BẤT ĐỘNG SẢN



1.27 65[4]   1.27 65[7]

Sell   Buy

Hầu hết các hoạt động đầu tư chịu tác động của sự khái quát hóa và những tuyên bố có ảnh hưởng sâu rộng - chúng thường nhấn mạnh vào các mặt tích cực, bởi vì con người thường có xu hướng tham lam và suy nghĩ mơ mộng - và vì một vài lý do, điều này dường như đặc biệt đúng trong thị trường bất động sản. Trong suốt sự nghiệp của mình, tôi đã nghe người ta hợp lý hóa việc đầu tư vào bất động sản bằng những tuyên bố "thật dễ hấp thụ" như "họ không mở thêm nữa đâu" (liên quan đến đất đai), "bạn luôn có thể sống trong đó" (liên quan đến nhà cửa) và "nó giúp phòng tránh lạm phát" (liên quan đến đủ các loại tài sản). Điều cuối cùng mà mọi người có thể học được là bất kể giá trị đằng sau những tuyên bố này là gì, chúng cũng sẽ không thể bảo vệ cho một khoản đầu tư được thực hiện ở mức giá quá cao.

Chu kỳ bất động sản có rất nhiều tương đồng với các chu kỳ khác, chẳng hạn như cùng có những yếu tố đã kiểm soát việc cung cấp vốn hoặc các khoản tín dụng.

- Những sự kiện tích cực và khả năng thu lợi tăng dẫn đến sự hào hứng và tinh thần lạc quan lên cao.
- Tâm lý được phục hồi khuyến khích các hoạt động đầu tư tăng lên. Nó bao gồm làm một điều gì đó ở mức độ lớn hơn, thực hiện nó trên cơ sở các giả thuyết tươi sáng hơn, trả mức giá cao hơn, và/hoặc giảm bớt các tiêu chuẩn phải được đáp ứng nếu ai đó thực hiện công việc. Tất cả những điều này có xu hướng tạo ra những giả định rủi ro hơn.
- Tâm lý tích cực cùng các hoạt động đầu tư tăng lên khiến cho giá tài sản tăng, thế là lại khuyến khích các hoạt động đầu tư xuất hiện nhiều hơn nữa, giá tiếp tục tăng, và rủi ro phải gánh chịu cũng lớn hơn.

- Không thể tránh được, vòng tròn đi lên này dường như không thể dừng lại, và nó khiến cho giá tài sản cũng như mức độ của hoạt động đầu tư tăng quá mức để có thể duy trì liên tục.

Nhưng khi tin tức cuối cùng cũng không còn quá tích cực và môi trường đầu tư trở nên ít thân thiện hơn, thì mức độ của tâm lý, của các hoạt động đầu tư và của việc gánh chịu rủi ro thành ra quá mức, và giá tài sản cũng vậy. Kết quả của việc điều chỉnh mức giá làm tâm lý bớt tích cực, ngừng lại các hoạt động đầu tư, gây áp lực giảm giá hơn nữa và cứ thế.

Đây đều là các yếu tố mà hầu hết các chu kỳ tài chính đều có, và chu kỳ bất động sản cũng không ngoại lệ. Nhưng chu kỳ bất động sản còn đi cùng với một yếu tố không có ở những chu kỳ khác, đó là: Khoảng thời gian dẫn dắt kéo dài cần thiết để sự phát triển của thị trường bất động sản có thể diễn ra.

Ví dụ, trong thị trường tín dụng, thông tin tốt và tâm lý màu hồng sẽ khiến hoạt động vay mượn tăng lên ngay sau khi các ngân hàng đầu tư sắp xếp thứ tự những người vay tiềm năng và đưa ra các bản cáo bạch. Do vậy, tinh thần gia tăng của những người cho vay có nghĩa là gần như ngay lập tức nhu cầu mua chứng khoán sẽ tăng lên, lợi suất yêu cầu thấp hơn, các tiêu chuẩn cho vay được cắt giảm và mức độ phát hành các khoản vay và chứng khoán cũng tăng lên.

Nhưng trong thị trường bất động sản mang tính vật chất – thế giới của "gạch và vữa" – sự trì hoãn đáng kể có thể diễn ra. Trước khi một tòa nhà mới có thể được "lên sóng" thị trường và cung cấp thêm nguồn cung nơi ở (và do vậy giảm áp lực giá nhà nếu nhu cầu không tăng lên nhanh chóng), ta phải thực hiện các

nghiên cứu khả thi về kinh tế. Địa điểm xây tòa nhà phải được tìm thấy và mua, tòa nhà phải được thiết kế, các nghiên cứu về tác động môi trường phải được tiến hành, giấy phép xây dựng phải được các cơ quan có thẩm quyền bảo đảm, đôi khi phải sửa đổi quy hoạch, phải được tài trợ vốn và phải hoàn thành việc xây dựng. Quá trình này có thể diễn ra trong nhiều năm, trong trường hợp thực hiện dự án lớn thì nó có thể kéo dài một thập kỷ. Nhưng những điều kiện thị trường có thể thay đổi rất đáng kể trong một khoảng thời gian ngắn.

Tôi sẽ sử dụng một mô tả về chu kỳ phát triển của bất động sản trong bài "Những vấn đề cùng loại" (tháng 1 năm 2013) để minh họa. Như tôi đã nói ở đây, "nó thường luôn rõ ràng, đơn giản và diễn ra đều đặn".

- Những giai đoạn tồi tệ khiến mức độ của các hoạt động xây dựng xuống thấp và nguồn vốn sẵn có để xây dựng bị hạn chế.
- Sau một thời gian, tình hình bớt tồi tệ và cuối cùng thậm chí mọi thứ còn trở nên tốt đẹp.
- Nền kinh tế tốt hơn khiến nhu cầu về mặt bằng tăng cao.
- Khi các tòa nhà bắt đầu được xây dựng ngày càng nhiều, nhu cầu bổ sung thêm không gian này khiến bức tranh cung/cầu bị thắt chặt và do đó giá thuê và giá bán tăng lên.
- Tình trạng trên cải thiện tính kinh tế của quyền sở hữu bất động sản, đánh thức tinh thần háo hức xây dựng của các nhà phát triển.
- Tình hình khả quan hơn và nền kinh tế được cải thiện cũng khiến những nhà cung cấp vốn trở lên lạc quan. Trạng thái

tinh thần của họ được cải thiện khiến việc tài trợ vốn trở nên dễ dàng hơn.

- Các khoản tài trợ vốn rẻ hơn, dễ dàng hơn làm tăng lợi nhuận ước tính của các dự án tiềm năng, làm tăng thêm sự thu hút của các dự án và làm tăng mong muốn theo đuổi chúng của những nhà phát triển.
- Lợi nhuận dự kiến cao hơn, các nhà phát triển lạc quan hơn và những người cung ứng vốn hào phóng hơn, tất cả kết hợp lại giúp việc khởi động dự án xây dựng bắt đầu diễn ra.
- Các dự án đầu tiên được hoàn thành đã đáp ứng được nhu cầu rất lớn tích tụ lâu nay. Họ cho thuê hoặc bán ra một cách nhanh chóng, mang lại cho những nhà phát triển lợi nhuận cao.
- Lợi nhuận tốt – cộng thêm những tin tức tích cực tăng lên mỗi ngày – càng khiến nhiều dự án xây dựng được lên kế hoạch, cấp vốn và bật đèn xanh.
- Những chiếc cần cẩu che phủ bầu trời (và có thêm những chiếc cần cẩu được đặt hàng từ các nhà máy, nhưng đó là một chu kỳ khác).
- Phải mất nhiều năm để các tòa nhà đã khởi công được hoàn thành. Tạm thời, những ngôi nhà đầu tiên được đưa vào sử dụng đã "ăn hết" nhu cầu chưa được đáp ứng của người mua.
- Khoảng thời gian giữa bắt đầu lên kế hoạch với bắt đầu mở cửa các tòa nhà thường kéo dài đủ để nền kinh tế chuyển từ bùng nổ sang đổ vỡ. Các dự án bắt đầu ở những thời

điểm tốt thường đưa vào sử dụng trong những khoảng thời gian xấu, có nghĩa là chúng chỉ càng làm tăng thêm diện tích nhà ở không được sử dụng, tạo ra áp lực giảm giá lên giá thuê nhà và giá bán. Những không gian trống vẫn được rao bán trên thị trường.

- Những khoảng thời gian tồi tệ khiến mức độ hoạt động xây dựng xuống thấp và nguồn vốn sẵn có để xây dựng cũng bị hạn chế.

Chú ý rằng, cũng như trường hợp của nhiều chu kỳ khác được thảo luận ở đây, mỗi một bước phát triển sẽ dẫn đến bước kế tiếp. Cụ thể, bước cuối cùng trong danh sách trên thực chất chính là bước khởi đầu cho sự lặp lại của chu kỳ. Đây là một ví dụ điển hình để hiểu cách mà chu kỳ tự nó tồn tại.



Trong cho vay, bởi vì độ trễ vốn có trong quá trình là rất ngắn, nên các điều kiện kinh tế và kinh doanh xuất hiện tại thời điểm sự sẵn lòng cho vay tăng cao và các khoản vay được hình thành nhìn chung vẫn còn hiệu lực khi khoản vay thực sự được rót tiền. Và nếu các điều kiện cốt yếu thay đổi trong một khoảng thời gian tương đối ngắn, người cho vay có thể thu hồi cam kết của anh ta dưới điều khoản "thay đổi bất lợi nghiêm trọng" có trong hợp đồng. Do đó, việc cho vay nhìn chung không có nhiều rủi ro nhờ có một khoảng thời gian giữa ý tưởng và hành động.

Nhưng vì nhiều năm có thể trôi qua giữa thời gian tòa nhà được lên ý tưởng và thời điểm nó được mở cửa, các điều kiện có thể thay đổi rất nhiều, như tôi vừa mô tả. Điều này là một yếu tố

khiến sự phát triển của thị trường bất động sản tiềm ẩn những rủi ro. Những nhà phát triển hy vọng rủi ro sẽ được bù đắp bởi thực tế rằng họ có thể tận dụng nguồn tài chính dồi dào bên ngoài (và do vậy họ không gặp quá nhiều rủi ro với tiền đầu tư của chính mình và có thể nâng lợi nhuận lên mức độ cao hơn).

Khi tôi chuyển đến Los Angeles vào năm 1980, có những bộ khung thép đứng dọc "đường hành lang Wilshire" ở Westwood, nơi người ta từng hình dung sẽ xây lên những tòa nhà chung cư sáng rỡ. Những nhà phát triển từng khởi xướng các dự án này vào thời kỳ bùng nổ của những năm 1970 đã phát hiện ra mình mắc sai lầm. Những điều kiện tích cực từng hỗ trợ dự án trong thời kỳ đầu sau đó đã trở nên tiêu cực, bởi nền kinh tế đi xuống và nguồn cung ứng được tạo ra bởi các nhà phát triển đã vượt quá nhu cầu.

Một số bộ khung gỉ sét vẫn cứ nguyên trạng sau nhiều năm. Những nhà phát triển có giấc mơ sẽ tạo ra lợi nhuận cao khi thực hiện dự án có tổng chi phí 100 triệu đô la Mỹ cuối cùng đã lỗ 5 triệu đến 10 triệu đô la tiền vốn (và các ngân hàng thì mất một phần đáng kể trong khoản vay để đầu tư xây dựng mà họ đã gia hạn cho những dự án đó). Điều này minh họa cho chu kỳ bất động sản đi xuống và những tác động khi độ trễ thời gian bị kéo dài.

Nhưng những nhà đầu tư đã mua các dự án bị tạm dừng này (thường mua từ những người cho vay đã lấy lại quyền sở hữu) và tiến hành hoàn thiện chúng thường thu được lợi ích từ:

- khả năng mua dự án với mức giá thấp hơn so với những gì mà nhà phát triển đã đầu tư vào đất đai, lên kế hoạch, xin giấy phép và xây dựng bộ khung

- giảm được chi phí hoàn thành dự án với chi phí nhân công và nguyên vật liệu thấp hơn ở thời kỳ không bùng nổ
- khoảng thời gian từ thời điểm họ bắt đầu tham gia tới lúc hoàn thành các tòa nhà đã ngắn hơn
- cũng như các dự án này đã được phê duyệt vào thời điểm tốt và sau đó rơi vào thời điểm tồi tệ, các dự án bị đình trệ cũng có thể được mua lại vào thời điểm xấu nhưng lại tiến vào thị trường ở những thời điểm tốt.

Thời gian dẫn dắt kéo dài trong sự phát triển của bất động sản đã làm tăng khả năng trên và nhóm của tôi đã tham gia vào quy trình. Nó minh họa cho những tác động của chu kỳ đến lợi nhuận tiềm năng. Bắt đầu những dự án ở thời kỳ bùng nổ có thể là nguồn cơn gây rủi ro. Mua chúng ở những thời điểm tệ hại lại có thể tạo ra lợi nhuận lớn. Tất cả phụ thuộc vào những gì bạn làm và khi nào bạn làm điều đó. Hoặc như họ thường nói trong golf: "Mỗi cú đánh nhẹ đều có thể làm một ai đó hạnh phúc."



Có một khía cạnh khác của chu kỳ có thể được thấy rõ trong lĩnh vực bất động sản - mặc dù nó cũng tác động đến các chu kỳ trong nhiều lĩnh vực khác - đó là thực tế rằng những quyết định của con người thường không tính đến những hành động của người khác. Dưới đây là một ví dụ:

Khi giai đoạn thịnh vượng đang diễn ra, sự giàu có và cảm giác lạc quan tăng, nhu cầu về nhà ở sẽ tăng cao, dẫn theo giá nhà cũng tăng, và các khoản vay thế chấp tài trợ cho người mua nhà cùng xuất hiện nhiều hơn nữa. Thường điều này sẽ khiến

ta không có đủ nhà để phân phối, bởi nhu cầu nhà đã tăng cao đáng kể so với nguồn cung ứng nhà – điều chỉ thay đổi chậm rãi. Giá nhà cao kết hợp với nguồn cung ứng vốn sẵn có dành cho những bên xây dựng càng khuyến khích hoạt động xây dựng những ngôi nhà mới để đáp ứng nhu cầu.

Một nhà xây dựng có thể đưa ra kết luận rằng cần xây thêm 100 căn nhà trong thị trấn của anh ta để phục vụ các nhu cầu chưa được đáp ứng. Để thận trọng, cũng như anh ta chỉ có thể tiếp cận vốn và tiến hành xây dựng trong phạm vi giới hạn, người này quyết định chỉ xây 20 căn nhà mới. Mọi thứ vẫn tốt đẹp.

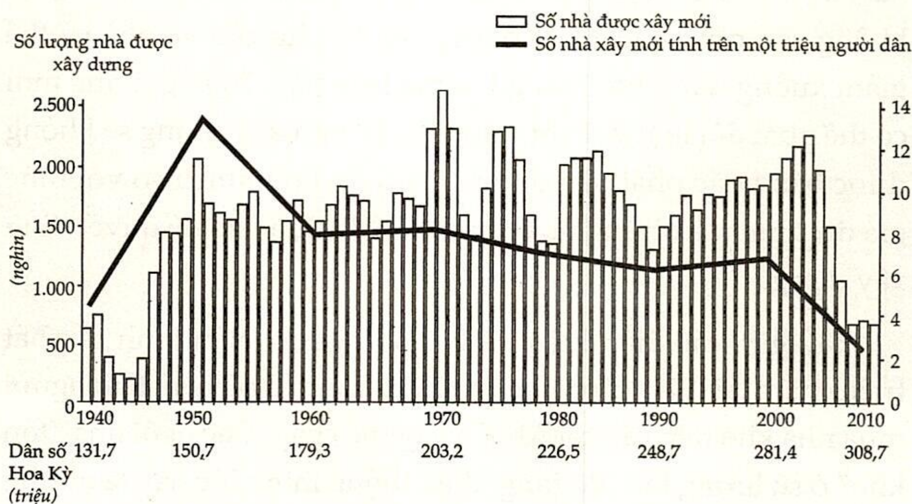
Nhưng nếu mười nhà xây dựng đều đưa ra quyết định tương tự thì sao? Trong trường hợp này, 200 ngôi nhà sẽ được xây dựng. Đầu tiên, số lượng nhà được xây dựng sẽ vượt quá nhu cầu. Và thứ hai, đến thời điểm những ngôi nhà được đưa vào thị trường, nền kinh tế có thể đã giảm nhiệt. Mọi người không còn cảm giác giàu có nữa, do đó nhu cầu về nhà có thể giảm xuống đáng kể. Trong trường hợp này, 200 ngôi nhà mới có thể phải đối mặt với nhu cầu ít ỏi, có nghĩa là chúng sẽ không được bán hoặc phải bán ở mức giá thấp hơn nhiều so với mức giá dự định mà những nhà phát triển đã dựa vào để quyết định xây dựng.

Bây giờ, các điều kiện đã bị đảo ngược. Nền kinh tế phát triển chậm lại. Việc cấp vốn trở nên vô cùng khó khăn, làm người mua nhà khó tiếp cận các khoản vay thế chấp. Các ngôi nhà "tồn kho" ở số lượng lớn. Rõ ràng, điều thông minh lúc này là những nhà xây dựng phải dừng xây nhà. Vì vậy, tất cả họ đều làm như vậy cùng một lúc… có nghĩa là vào thời điểm tiếp theo khi nền

kinh tế được phục hồi, có thể sẽ không có đủ nhà để đáp ứng nhu cầu tăng thêm. Và chuyện cứ như thế tiếp diễn.

Sau đây là một mô tả dễ hiểu về cách hoạt động của một khía cạnh trong chu kỳ. Và nó không mang tính giả thuyết. Vào hội thảo năm 2012 của Oaktree, đối tác Raj Shourie của tôi đã đưa ra một trong những biểu đồ thu hút nhất mà tôi từng được xem:

Biểu đồ thể hiện báo cáo về số nhà ở được xây mới hằng năm ở Mỹ, từ năm 1940 đến năm 2010. Lý do khiến tôi ấn tượng là dù biểu đồ chỉ ra rằng số lượng nhà xây mới trong năm 2010 chỉ đạt mức thấp nhất từ sau thời điểm chiến tranh năm 1945 (và chỉ bằng những năm 1940), thì quan sát đó mới chỉ là một phần của câu chuyện. Nó chưa tính đến sự tăng trưởng dân số Hoa Kỳ từ sau những năm 1940 - đó là nguồn gốc của sự gia tăng nhu cầu về nhà ở trong dài hạn.



Nguồn: Cục Thống kê Dân số Hoa Kỳ

Do vậy, dù số liệu năm 2010 tương đương với năm 1940, thì tỷ lệ nhà xây mới trên dân số - điều được cho là con số có ý nghĩa hơn nhiều - chỉ bằng *một nửa* so với số liệu năm 1940. Nguyên nhân cho vấn đề này là trên thực tế, không một ai xây nhà trở lại sau cuộc khủng hoảng thế chấp dưới chuẩn, thị trường nhà ở sụp đổ và Khủng hoảng tài chính toàn cầu năm 2007-2008. Kết luận chính rút ra từ những quan sát này là: Nguồn cung ứng nhà ở vào những năm ngay sau khủng hoảng rõ ràng không đủ đáp ứng nhu cầu mua nhà.

Tất nhiên, "kiến thức phổ thông" ở thời điểm đó hẳn là không thể có nhu cầu lớn về nhà ở. Thay vào đó, hầu hết mọi người đều bị thuyết phục rằng giấc mơ Mỹ về việc sở hữu một ngôi nhà đã kết thúc, nhu cầu về nhà ở sẽ mãi mãi lắng xuống và do vậy những ngôi nhà chưa được bán sẽ chỉ được tiêu thụ rất chậm. Họ nêu lên xu hướng của những người trẻ, đó là thuê nhà thay vì mua nhà, bởi những người này đã trở nên bi quan bởi sự sụp đổ của thị trường nhà ở và bong bóng tài sản thế chấp, và như thường lệ họ sẽ suy luận ra kết quả thay vì đặt câu hỏi về tính bền vững của hiện trạng. Như rất nhiều ví dụ khác trong cuốn sách, đối với phần lớn mọi người, tâm lý ngoại suy đã thay thế cho sự thấu hiểu và niềm tin vào chu kỳ.

Từ biểu đồ và từ những kiến thức của mình, tôi và các đồng nghiệp ở Oaktree hiểu rõ rằng: Bởi vì sự sụt giảm dữ dội của nền kinh tế trong gần 80 năm qua đã tạm dừng nguồn cung cấp nhà ở bổ sung, giá nhà có thể phục hồi mạnh mẽ nếu có bất kỳ một tăng trưởng đáng kể về nhu cầu. Và ngược với kiến thức phổ thông, chúng tôi tin rằng nhu cầu nhà ở sẽ lại thể hiện tính chu kỳ như thông thường và do vậy, sẽ có lúc nhu cầu này tăng

lên trong tương lai trung hạn. Kết luận này – được hỗ trợ bởi các dữ liệu và phân tích khác – đã góp phần hình thành quyết định của chúng tôi về việc đầu tư mạnh vào những khoản thế chấp nhà và những khoản vay ngân hàng không hoạt động (được đảm bảo bằng đất xây dựng các khu dân cư), cũng như chúng tôi đã quyết mua lại đơn vị xây dựng nhà tư nhân lớn nhất Bắc Mỹ. Những khoản đầu tư này khá là hiệu quả. (Một điều thú vị trong bối cảnh này là tờ *Wall Street Journal* vào ngày 12 tháng 5 năm 2017 đã đăng bài báo "Thế hệ những người thuê nhà giờ đã trở thành người mua nhà". Nó viết: "Những người mua nhà lần đầu chiếm 42% số người mua trong năm nay, tăng từ mức 38% ở năm 2015." Việc kết luận rằng sự từ bỏ quyền sở hữu nhà ở đã lan tỏa khắp nơi quả là "khôn ngoan".)

Đây là một ví dụ về trường hợp biết nhận thức về bản chất của chu kỳ và vị trí của chúng ta trong chu kỳ đó sẽ cho phép ta thực hiện những khoản đầu tư lợi nhuận. Và chính trường hợp mà chu kỳ lên tới cực điểm - ở đây là thời điểm thị trường nhà ở đi xuống vùng trũng sâu - đã đưa ra tín hiệu rằng đây là lúc có thể hành động để thu về lợi nhuận cao.

Bây giờ những gì đã xảy ra có lẽ đã trở nên rõ ràng, khi chúng ta nhìn lại những bằng chứng. Những lý do đem lại những quyết định thành công luôn luôn thật hiển nhiên khi đã muộn màng. Nhưng trong trường hợp này, phân tích khách quan các dữ liệu theo chu kỳ cho phép ta đưa ra những kết luận chính xác để áp dụng vào thực tại… thời điểm mà dữ liệu trở nên hữu ích.



Dù tôi đang nói về chủ đề chu kỳ của bất động sản, tôi muốn đề cập đến (lần đầu tiên nhưng không phải lần cuối cùng) tính chu kỳ của việc mọi người thỉnh thoảng kết luận rằng một vài hiện tượng tài chính sẽ kết thúc. Ở đây tôi sẽ thảo luận một trong những tình huống đáng kể nhất. Khi mọi thứ diễn ra tốt đẹp, mọi người có xu hướng nghĩ những khoảng thời gian khả quan sẽ diễn ra mãi mãi. Thực tế, chẳng cần nhiều thời gian trôi qua kể từ lần điều chỉnh cuối cùng để mọi người hoàn toàn lãng quên tính chu kỳ của lịch sử. Do đó, sẽ phù hợp để một lần nữa trích dẫn quan sát của John Kenneth Galbraith về thái độ liên quan đến lịch sử:

> Chỉ một ít lĩnh vực có sự nỗ lực của con người mà tính lịch sử lại không được đề cao, trong đó có thế giới tài chính. Kinh nghiệm trong quá khứ, nếu nó được coi là một phần ký ức, bị coi là nơi ẩn náu cổ lỗ của những người không đủ sâu sắc để trân trọng những điều kỳ diệu tuyệt đỉnh trong thời hiện tại.

Hầu hết các hoạt động đầu tư chịu tác động của sự khái quát hóa và những tuyên bố có ảnh hưởng sâu rộng - chúng thường nhấn mạnh vào các mặt tích cực, bởi vì con người thường có xu hướng tham lam và suy nghĩ mơ mộng - và vì một vài lý do, điều này dường như đặc biệt đúng trong thị trường bất động sản. Trong suốt sự nghiệp của mình, tôi đã nghe người ta hợp lý hóa việc đầu tư vào bất động sản bằng những tuyên bố "thật dễ hấp thụ" như "họ không mở thêm nữa đâu" (liên quan đến đất đai), "bạn luôn có thể sống trong đó" (liên quan đến nhà cửa) và "nó giúp phòng tránh lạm phát" (liên quan đến đủ các loại tài sản). Điều cuối cùng mà mọi người có thể học được là bất kể giá trị đằng sau những tuyên bố này là gì, chúng cũng sẽ không thể bảo vệ cho một khoản đầu tư được thực hiện ở mức giá quá cao.

Vào cuối những năm 1990 và đầu những năm 2000, như tôi đã đề cập trước đó, một số quan chức trúng cử đã quyết định rằng, như một bước tiến giúp xã hội nhận thêm lợi ích và làm tăng khả năng hiện thực hóa giấc mơ Mỹ, mọi điều sẽ rất tốt đẹp nếu có thêm nhiều người sở hữu nhà hơn nữa. Kết quả là, những người cho vay thế chấp được chính phủ tài trợ đã nhận được thông điệp rằng việc cấp vốn mua nhà cần phải được tiến hành sao cho thuận tiện hơn, và họ đã tuân thủ. Thông điệp này, kết hợp với các khoản vay thế chấp sẵn có tăng lên và mức lãi suất giảm mạnh vào thời điểm đó đã kích thích mạnh mẽ những người mua nhà tiềm năng.

Dòng tiền cho các khoản thế chấp còn được khuyến khích mạnh mẽ bởi những thông điệp khác của thị trường bất động sản: "Cho vay thế chấp là an toàn." Nó dựa trên niềm tin rằng làn sóng vỡ nợ trên phạm vi toàn quốc ở các khoản vay thế chấp không thể xảy ra. Sự kết hợp giữa một nền kinh tế phát triển mạnh, biến động kinh tế ở mức vừa phải và các khoản vay thế chấp được tiến hành cẩn trọng đã ngăn chặn sự xuất hiện của một làn sóng như vậy kể từ sau cuộc Đại suy thoái. Đó là một khoảng thời gian đủ dài để người ta quên mất đi những gì từng xảy ra, như Galbraith đã nói. Quá khứ như vậy không có nghĩa là những người cho vay không thể thực hiện các khoản vay quá hào phóng và thiếu thận trọng đến mức gây ra một cuộc suy thoái mạnh mẽ và mang đến một làn sóng vỡ nợ kinh khủng.

Vào những năm đầu của thế kỷ 21, nhu cầu nhà ở lớn cùng với sự dồi dào của nguồn vốn đến từ cho vay thế chấp - xuất phát từ những tin bài lạc quan trên các phương tiện truyền thông - đã

khiến giá nhà tăng cao. Do vậy, chúng ta bắt đầu nghe được một sự khái quát hóa sâu rộng khác nữa về thị trường bất động sản: "Giá nhà sẽ luôn luôn tăng."

Tôi hy vọng lúc này bạn đã nắm bắt được thực tế rằng giá trị của tài sản được đề cập tới không quá ổn định và chắc chắn chúng không thể đủ mạnh để duy trì suốt thời gian dài. Không thể tránh được, cảm xúc của con người sẽ khiến giá tài sản - kể cả những tài sản có giá trị - thay đổi tới mức cực điểm và không hề bền vững: hoặc là cao một cách chóng mặt, hoặc là bi quan quá mức.

Nói tóm lại, đặt trọn niềm tin vào việc chu kỳ chắc chắn sẽ xảy ra như tôi đã thôi thúc có nghĩa là một số từ và cụm từ sẽ phải được loại bỏ khỏi kho từ vựng của các nhà đầu tư thông minh. Chúng bao gồm "không bao giờ", "luôn luôn", "mãi mãi", "không thể", "sẽ không", "sẽ" và "phải".



Trong những năm dẫn đến cuộc khủng hoảng thế chấp dưới chuẩn vào năm 2007 và cuộc khủng hoảng tài chính toàn cầu vào năm 2007-2008, có rất nhiều hành vi đẩy giá lên cao (điều sau đó đã được chứng minh là quá liều lĩnh) đã được ủng hộ bởi niềm tin rằng bất động sản có thể giữ mức giá cao trong thời gian dài và không có tính chu kỳ. Góp phần vào xu hướng đẩy giá lên cao, một số nhà nghiên cứu đã đưa ra những tuyên bố và dự báo ủng hộ đầy lạc quan:

- Theo một bài viết trên tờ *New York Times Magazine* đăng ngày 5 tháng 3 năm 2006 với tiêu đề "Đó là một ngôi nhà

rất, rất cũ", một phó chủ tịch của ngân hàng Dự trữ Liên bang New York đã đưa ra kết luận rằng: "Giá nhà tăng đột biến tương xứng với những điều kiện kinh tế… chứ không phải cách nhìn nhận sai lệch đối với thực tiễn." Bài viết thậm chí còn trích dẫn câu nói của ông: "Chúng ta thỉnh thoảng tự hỏi tại sao giá nhà không tăng nhiều hơn nữa, bởi quy mô của các khoản vay thế chấp để những gia đình trung lưu có thể được cấp vốn đã lên cao khủng khiếp."

- Bài báo cũng đề cập: "Có các chuyên gia cùng quan điểm [từ Đại học Columbia và trường Wharton]. Họ là những người tập trung vào cái mà họ gọi là 'những thành phố siêu sao', những nơi đáng mơ ước đến mức chúng không những không phải điều chỉnh mà còn có thể duy trì giá ở 'mức ngày càng tăng' so với những thành phố ít thu hút hơn." (Tất nhiên, sự sẵn lòng sử dụng các thuật ngữ như "ngày càng tăng" hẳn phải là báo động đỏ hiển nhiên đối với các nhà đầu tư.)

Nhưng có rất nhiều câu hỏi về tính hợp lý của những kết luận trên:

- các dữ liệu liên quan đến giá nhà quá ngắn gọn
- thực tế rằng những tuyên bố về xu hướng giá nhà *trung bình* được bán trong một năm không nhất thiết đã cho biết mọi điều về giá của một ngôi nhà nhất định hoặc giá của tất cả các ngôi nhà chờ bán
- tương tự như vậy, không có một sự điều chỉnh nào đối với thực tế rằng những khu dân cư và toàn bộ thành phố lúc sẽ được ưu ái, lúc thì không – và điều đó sẽ tác động đến

giá nhà. Vì lý do này, những tuyên bố về thị trường nhà ở trong một thành phố hoặc một khu dân cư nhất định không hẳn có thể áp dụng cho thị trường nhà ở nói chung.

Do vậy, tôi thấy rất thú vị khi bài báo "Đó là một ngôi nhà rất, rất cũ" được đăng vào năm 2006. Nó đưa tin về một nghiên cứu đã giải quyết rất nhiều vấn đề bằng cách chỉ dựa vào giá của một ngôi nhà ở Amsterdam, ngôi nhà mà Pieter Fransz đã xây dựng vào năm 1625. Căn nhà vẫn còn tồn tại kể từ đó, hầu như không hề suy suyển và đã sáu lần đổi chủ, nhưng vị trí của nó ở khu dân cư vùng kênh Herengracht vẫn là nơi đất giá bậc nhất ở Amsterdam. Do vậy, bài báo không cung cấp thông tin chi tiết về liệu giá của một ngôi nhà trung bình có tăng lên, mà là tình hình giá cả của một ngôi nhà cụ thể.

Trái ngược với những người lạc quan về thị trường nhà ở dài hạn như trích dẫn ở trên, Robert Shiller của Đại học Yale đã nói về ngôi nhà Fransz và khu dân cư quanh đó như sau: "Nhìn vào dữ liệu khu Herengracht sẽ rất hữu ích, bởi bạn có thể nhìn thấy khoảng thời gian 50 năm tăng trưởng, và sau đó tình hình biến chuyển ngược lại. Điều đó thực tế hơn so với những tranh cãi về các thành phố siêu sao." Tác giả của bài nghiên cứu, Piet Eichholtz, được mô tả là: "Người nghi ngờ với những ai tuyên bố rằng giá trị tài sản có thể tiếp tục tăng mãi mãi." Anh ta nói: "Bạn có thể nhìn thấy những nhận định màu hồng tương tự được lặp đi lặp lại, sau đó chúng đã bị thực trạng nghiền nát."

Trích thêm từ bài báo của *Times:*

> Eichholtz nói rằng: "Người ta khảo nhau là giá trị của bất động sản sẽ tăng lên đáng kể theo thời gian… nhưng những dữ liệu cuối cùng lại phản đối lời đồn đại đó."

Như vậy, tất cả mọi người, từ ông chú già thông thái xa lắc xa lơ đến người môi giới đã bán nhà cho bạn, đều không thể chối cãi rằng bất động sản là một trong những khoản đầu tư dài hạn tốt nhất. Nhưng ngược lại, chính các chỉ số dài hạn hết mức có thể này đã ngầm thể hiện là nó có vấn đề. Giữa những năm 1628 và 1973 (giai đoạn mà Eichholtz nghiên cứu), giá trị thực tế của tài sản ở Herengracht - đã điều chỉnh theo lạm phát - chỉ tăng 0,2% một năm, tệ hơn so với gửi tiền ở ngân hàng với mức lãi suất thấp nhất. Như Shiller đã viết trong bài phân tích của anh về chỉ số ở Herengracht: "Giá nhà thực tế đã tăng lên khoảng gấp đôi, nhưng phải mất gần 350 năm để điều đó xảy ra."

... Shiller đã nói rằng chỉ trong những năm gần đây, việc bất động sản tăng giá nhanh chóng mới trở thành một tiêu chuẩn thông thường và thế là mọi người cứ kỳ vọng vào tiêu chuẩn này.

... Nếu những thực trạng trong một vài năm vừa qua [khi đó "giá cả tăng lên đáng kinh ngạc"] là đặc trưng cho thế giới mới đầy dũng cảm mà chúng ta đang sống, thì việc nghĩ về nó trong thời gian dài – tăng, giảm, tăng, giảm – sẽ đưa chúng ta trở lại với điều có thể là bài học lịch sử lâu đời nhất: Thực trạng này có xu hướng lặp lại.

Dữ liệu giá nhà trong dài hạn rất có giá trị, nhưng bài học quan trọng nhất là vào thời điểm giá tài sản tăng, mọi người có xu hướng đẩy giá lên và những nhà bình luận sẽ đưa ra những lời ủng hộ vô cùng hợp lẽ. Điều đó hoàn toàn tự nhiên. Thực tế, việc hợp lý hóa sự gia tăng mức giá (và dự đoán rằng giá sẽ còn lên cao hơn nữa) luôn xảy ra khi xu hướng lên cao chứ không phải khi xuống thấp. Để nhận được sự giúp đỡ thực sự, tôi sẽ tìm đến các nhà bình luận đưa ra những nhận

định tỉnh táo trong khoảng thời gian giá bị đẩy lên cao, hoặc những người đưa ra những bình luận chống lại sự tiêu cực khi thị trường đi xuống.



Ngành bất động sản cũng phải trải qua những thăng trầm mang tính chu kỳ như mọi ngành khác. Nhưng chu kỳ bất động sản có thể bị khuếch đại bởi những yếu tố đặc biệt sau:

- độ trễ thời gian từ lúc bắt đầu lên ý tưởng tới lúc sẵn sàng rạo bán
- đòn bẩy tài chính cực kỳ cao trở thành yếu tố đặc trưng
- thực tế là nguồn cung ứng nhìn chung không đủ linh hoạt để điều chỉnh theo nhu cầu biến động. (Nghĩa là, một nhà sản xuất có thể loại bỏ một ca làm việc ở nhà máy, sa thải công nhân hoặc cắt giảm sản xuất nếu nhu cầu về sản phẩm của anh ta giảm xuống. Nhưng một người chủ nhà, chủ khách sạn hoặc người phát triển bất động sản sẽ gặp khó khăn hơn nhiều nếu muốn cắt giảm cơ ngơi mà anh ta đã đưa vào thị trường nếu nhu cầu bị giảm.)

Chu kỳ bất động sản đã minh họa cách các yếu tố mang tính chu kỳ có tính nhân quả, cũng như các chu kỳ có xu hướng đi tới các điểm cực. Không phải tự nhiên mà họ thường nói một cách hoài nghi – trong những thời điểm khó khăn, khi sự khái quát hóa lạc quan không còn có thể được nói ra – rằng "chỉ người chủ sở hữu thứ ba mới kiếm được tiền". Nhà phát triển đã hình thành và khởi xướng dự án không kiếm được tiền. Ngân hàng đã tài trợ vốn xây dựng và lấy lại quyền sở hữu dự án từ nhà

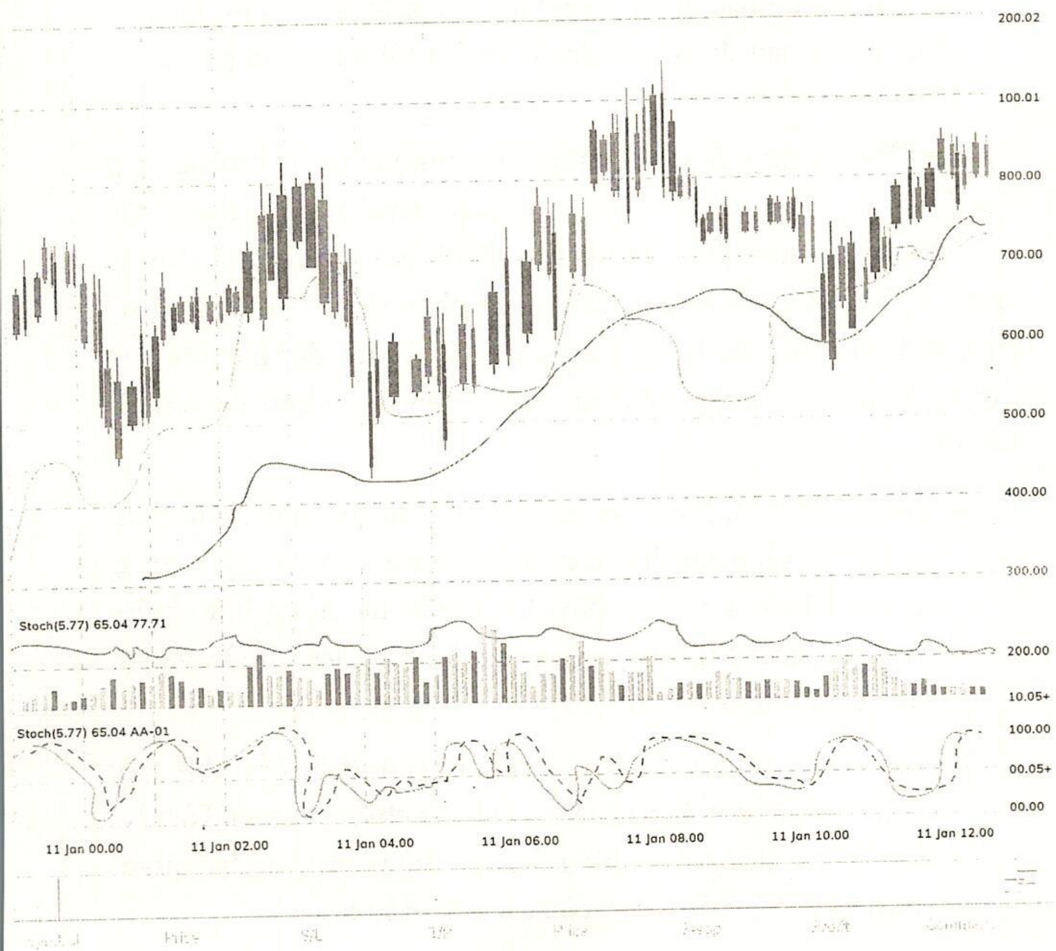
phát triển khi chu kỳ đi xuống cũng không có đồng nào. Người thu lợi ở đây là nhà đầu tư đã mua tài sản từ ngân hàng trong thời kỳ khủng hoảng và sau đó tiến vào chu kỳ đi lên.

Tất nhiên đây là một sự thổi phồng, cũng như mọi lời khái quát hóa đều vậy. Nhưng nó thật sự là một lời nhắc nhở rằng thị trường bất động sản có tính chu kỳ, và đặc biệt là cách mà chu kỳ hoạt động trong những thời điểm không mấy khả quan.

00:01

12

KẾT HỢP TẤT CẢ - CHU KỲ CỦA THỊ TRƯỜNG



1.27 65^{4} 1.27 65^{7}

Sell Buy

Vào lần đầu tiên một nhà đầu tư thiếu kinh nghiệm được trải nghiệm một chu kỳ thị trường đi lên, sự khởi đầu của tiến trình đó dường như rất hợp lý, bởi mọi sự kiện tích cực đã hợp lại trong một thị trường tăng giá - hay còn gọi là bong bóng. Thực tế rằng có quá nhiều thông tin tốt đẹp và tâm lý vui vẻ vẫn có thể kết thúc bằng sự thua lỗ mới gây nên bất ngờ. Tất nhiên, những người chưa thành thạo không thể không cảm thấy như vậy, bởi nếu tiến trình không được lên tới cực điểm vì những sai lầm trong phán đoán, thì thị trường sẽ không lên tới đỉnh tăng giá rồi sau đó sụp đổ (hoặc xuống tới đáy giảm giá rồi phục hồi trở lại).

Công việc của chúng tôi trong vai trò là những nhà đầu tư rất đơn giản: Giải quyết những điều liên quan đến giá tài sản, đánh giá giá trị của chúng trong ngày hôm nay và đưa ra những phán đoán xem chúng sẽ thay đổi như thế nào trong tương lai. Giá bị tác động trước hết bởi sự phát triển trong hai khía cạnh: yếu tố cơ bản và yếu tố tâm lý.

- Yếu tố cơ bản, điều mà tôi gọi là "các sự kiện", chủ yếu có thể ảnh hưởng đến thu nhập, dòng tiền và triển vọng tương lai của hai điều này. Chúng bị tác động bởi nhiều thứ, bao gồm xu hướng của nền kinh tế, lợi nhuận và sự sẵn có của nguồn vốn.
- Yếu tố tâm lý, tức là các nhà đầu tư cảm thấy như thế nào về các yếu tố nền tảng và họ đánh giá chúng ra sao. Tâm lý cũng bị tác động bởi nhiều thứ, cụ thể là mức độ lạc quan và thái độ đối với rủi ro của các nhà đầu tư.

Các yếu tố được đề cập ở trên đều có những chu kỳ, và mỗi chu kỳ lại có nhiều khía cạnh. Chủ đề chính đằng sau hành vi

của những chu kỳ – cũng như cách mà chúng tương tác và kết hợp với nhau – là một kiểu mẫu lặp lại và có thể hiểu được như chúng ta đã thảo luận chi tiết ở những phần trước. Chúng xảy ra cùng với nhau - và chúng luôn kết hợp với những tác động ngẫu nhiên và có đặc tính nhất định - để tạo thành hành vi của thị trường chứng khoán.

Mục tiêu của tôi ở chương này là giúp bạn có cảm giác về sự tăng giảm có tính chu kỳ của thị trường. Ta không bàn tới thực tế rằng thị trường tăng và giảm, hoặc điều đó đã xảy ra như thế nào trong quá khứ, hoặc những chuyển động nào sẽ phản ứng trước sự tăng giảm. Đúng hơn, ta sẽ bàn về các lực tác động - đặc biệt là các lực phi kinh tế, phi cơ bản - khiến thị trường tăng lên hoặc giảm xuống, thường là ở mức quá đà.

Nếu thị trường được tính toán một cách nghiêm ngặt, chỉ dựa trên các yếu tố cơ bản của công ty, thì giá của một chứng khoán sẽ không dao động nhiều hơn quá mức so với thu nhập hiện tại của nhà phát hành và triển vọng thu nhập trong tương lai. Thực tế, mức giá nhìn chung sẽ biến động ít hơn so với thu nhập, bởi sự thay đổi thu nhập hằng quý thường không mấy biến chuyển trong dài hạn và bên cạnh đó, nó không nhất thiết phản ánh các thay đổi thực tế trong tiềm năng dài hạn của công ty.

Dù thế, giá chứng khoán nhìn chung vẫn thay đổi nhiều hơn so với thu nhập. Tất nhiên, lý do phần lớn thuộc về các yếu tố tâm lý, cảm xúc và những yếu tố phi cơ bản. Do vậy mức giá thay đổi quá đà và phóng đại những thay đổi cơ bản. Dưới đây là những lý do ngắn gọn giải thích tại sao:

- Các sự kiện về kinh tế và về lợi nhuận của các công ty diễn ra ngày càng tích cực.

- Các sự kiện tích cực nuôi dưỡng tâm lý của các nhà đầu tư. Cảm xúc, thứ còn gọi là "tinh thần động vật"[1] và sự dễ dàng chấp nhận rủi ro của các nhà đầu tư đều tăng lên khi các sự kiện tích cực (hoặc đôi khi vẫn tăng dù các sự kiện mang tính tiêu cực).
- Tâm lý tích cực tăng lên khiến các nhà đầu tư giảm bớt các yêu cầu liên quan đến điều khoản bảo vệ rủi ro và lợi nhuận tương lai.
- Sự kết hợp giữa các sự kiện tích cực, tâm lý khả quan và mức yêu cầu lợi nhuận thấp khiến giá tài sản tăng.
- Tuy nhiên, cuối cùng, quá trình này sẽ vận hành ngược lại. Các sự kiện diễn ra không như mong đợi, có lẽ vì môi trường tạo ra chúng lại trở nên ít thân thiện hơn hoặc vì sự kỳ vọng vượt quá cao so với thực tế.
- Sau cùng, các nhà đầu tư đã hiểu rằng tâm lý không thể duy trì theo hướng tích cực mãi mãi. Những người tỉnh táo hơn kết luận giá tài sản đã đạt đến mức phi lý, hoặc tâm lý đã không còn nhiệt tình vì hàng triệu lý do nào đó (hoặc không vì một lý do rõ ràng nào).
- Giá giảm khi các sự kiện bớt tích cực, hoặc bị coi là bớt tích cực. Đôi khi nó xảy ra đơn giản chỉ vì giá đã lên cao tới mức không thể duy trì, hoặc bởi vì môi trường đầu tư đã có những phát triển tiêu cực.

---

[1] Nguyên văn là "animal spirit", thuật ngữ chỉ rằng không thể sử dụng mô hình tính toán để đầu tư, mà phải phân tích đầu tư trên cơ sở nhận biết bản năng hay tính khí của nhà đầu tư, tức phản ứng tự nhiên của họ. Tinh thần động vật là tinh thần lạc quan, tự tin, hoặc bi quan và sợ hãi của nhà đầu tư gây ảnh hưởng đến các quyết định. John Maynard Keynes là người đầu tiên sử dụng thuật ngữ này.

- Khi có xu hướng đi xuống, giá tài sản tiếp tục giảm cho đến khi chúng giảm tới mức quá thấp, và từ đây bối cảnh để thị trường phục hồi lại được thiết lập.

Một điều quan trọng cần hiểu là cách mà những yếu tố cơ bản và tâm lý tương tác với nhau, như mô tả ở trên. Nhưng tôi cần phải nhắc lại một điều về quá trình này: Mô tả ở trên là một quá trình được sắp xếp theo trình tự và nối tiếp nhau, nhưng thực tế quá trình không thể được diễn ra "ngăn nắp" như vậy. Trình tự diễn ra các sự kiện có thể thay đổi và chịu tác động của quan hệ nhân quả.

- Đôi khi các sự kiện khiến tâm lý trở nên mạnh mẽ hơn, và đôi khi sự cải thiện trong tâm lý có thể tác động tích cực đến các sự kiện (ví dụ như các hoạt động hỗ trợ nền kinh tế và lợi nhuận của doanh nghiệp).
- Và dù rõ ràng rằng sự cải thiện trong tâm lý của các nhà đầu tư khiến giá tài sản tăng, thì cũng hiển nhiên rằng giá tài sản tăng khiến các nhà đầu tư cảm thấy họ giàu có hơn, thông minh hơn và lạc quan hơn.

Vì vậy, nói một cách khác, các mối quan hệ này có thể hoạt động theo hai chiều… và thậm chí xảy ra đồng thời. Mỗi điều có thể tạo ra điều còn lại. Tốc độ mọi thứ diễn ra cũng khác nhau đáng kể từ chu kỳ này sang chu kỳ khác, cũng như khi xét trong một chu kỳ. Sau cùng, chu kỳ không nhất thiết phải phát triển "mượt mà", thay vào đó, chúng có thể xuất hiện những lúc đi xuống, phục hồi và đều đều trong suốt quá trình.

Bởi lý do như vậy mà việc đầu tư không thể có tính khoa học, và không thể được cho rằng sẽ diễn ra theo đúng một kiểu.

Tôi sẽ tiếp tục nhắc lại quan sát của Mark Twain: "Lịch sử không tự lặp lại chính nó, nhưng nó đúng là có lặp lại." Những lý do và kết quả sẽ không bao giờ giống hệt như trong quá khứ, nhưng chúng luôn luôn có xu hướng nhắc lại những sự phát triển mà chúng ta đã nhìn thấy trước đó.

Dù chu kỳ có những điểm thiếu chính xác, thì vẫn rõ ràng là các sự kiện trong quá khứ và các sự kiện được kỳ vọng sẽ xảy ra trong tương lai khi kết hợp với tâm lý của nhà đầu tư sẽ quyết định mức giá của tài sản. Các sự kiện và tâm lý cũng tác động đến sự sẵn có của tín dụng, và sự sẵn có của tín dụng tác động đáng kể đến giá tài sản, giống như nó tác động trở lại và ảnh hưởng đến các sự kiện và tâm lý nhà đầu tư.

Tóm lại, những điều này kết hợp tất cả lại với nhau để tạo ra chu kỳ thị trường. Chúng ta nghe về nó mỗi ngày, nổi bật nhất là những điều liên quan đến sự lên xuống của thị trường chứng khoán, nhưng chu kỳ thị trường còn nói về những điều như trái phiếu, vàng và tiền tệ. Nhiều chu kỳ giao nhau tại chu kỳ thị trường và nó chính là chủ đề chính của chương này.



Lý thuyết tài chính miêu tả những nhà đầu tư là "những con người kinh tế": khách quan, là những người biết tối ưu hóa đầy lý trí. Do vậy, miêu tả này ngụ ý rằng thị trường mà các nhà đầu tư hình thành sẽ giống như "máy cân" – cách gọi của tác giả và nhà đầu tư Ben Graham (cũng là người thầy của Warren Buffett). Đó là một nơi thẩm định giá trị tài sản vô cùng nghiêm khắc.

Tuy nhiên, hoàn toàn trái ngược lại, sự thật là các vấn đề thực tế liên quan đến tài chính và các số liệu mới chỉ là điểm

khởi đầu của hành vi trên thị trường; tính lý trí của nhà đầu tư chỉ mang tính ngoại lệ chứ không phải là một quy tắc; và thị trường chỉ dành rất ít thời gian để bình tĩnh đo đếm các dữ liệu tài chính và thiết lập mức giá mà không bị cảm xúc chi phối.

Nền tảng đầu tư khá đơn giản. Các sự kiện trong quá khứ đã diễn ra và được ghi chép lại, rất nhiều người có đủ những kỹ năng định lượng để phân tích chúng. Hiệu suất hiện tại được tóm tắt lại trong các báo cáo tài chính, điều đôi khi thể hiện một bức tranh chính xác nhưng đôi khi lại yêu cầu người xem phải có sự điều chỉnh khéo léo. Và mọi người không thể biết được các sự kiện trong tương lai (mặc dù một số nhà đầu tư giỏi dự đoán chúng hơn những người khác). Những nguyên tắc nền tảng không phải là phần biến đổi nhiều nhất trong đầu tư và nó cũng không là phần hấp dẫn tôi nhất. Dù sao, tôi không thể viết một cuốn sách cho bạn biết làm thế nào để biết nhiều hơn so với người khác về các sự kiện trong tương lai. Để làm những công việc vượt trội, ta phải có một tầm nhìn xa, có trực giác và biết "suy nghĩ ở cấp độ cao hơn" – những điều mà tôi ngờ là khó lòng có thể viết gọn trong một cuốn sách hay truyền dạy lại.

Phần công việc đầu tư hấp dẫn tôi – phần mà tôi thấy mình suy nghĩ nhiều nhất, cũng như điều mà tôi và các đồng nghiệp ở Oaktree đã có những hành động đáng kể nhất để góp phần tạo dựng sự giàu có cho khách hàng – là về cách mà các nhà đầu tư đi chệch khỏi những nhận định lý trí, và chúng đã gây nên các dao động của chu kỳ ra sao.

Một lượng lớn các yếu tố có vai trò trong khía cạnh này của quyết định đầu tư, chúng can thiệp vào quá trình đi đến các quyết định thuần tính kinh tế. Chúng có thể thuộc về bản chất, tâm lý

hoặc cảm xúc của con người - sự khác biệt giữa những điều này không quá quan trọng – và chúng hoàn toàn có khả năng chi phối hành vi của các nhà đầu tư và do đó, chi phối cả thị trường. Một số, nhưng không phải tất cả, thay đổi theo chu kỳ; và tất cả các yếu tố đều có thể ảnh hưởng hoặc làm chu kỳ thêm nghiêm trọng. Dưới đây là một số ảnh hưởng quan trọng nhất:

- cách các nhà đầu tư dao động, thay vì giữ vững tư duy lý trí và đi tới các quyết định hợp lý
- các nhà đầu tư có xu hướng hình thành quan điểm lệch lạc về những gì đang diễn ra, tham gia vào quá trình nhận thức theo chọn lọc và diễn giải sai lệch
- thói quen xác nhận thiên vị, điều này khiến mọi người chấp nhận các bằng chứng củng cố những luận điểm của họ, bác bỏ những bằng chứng không đồng thuận; và mọi người có xu hướng để ý tới mất mát, khiến hầu hết chúng ta sẽ trân trọng một đồng đô la bị mất đi hơn là một đồng đô la kiếm được (hay một đồng đô la lợi nhuận)
- sự cả tin khiến các nhà đầu tư "nuốt trọn" những câu chuyện về lợi nhuận tiềm năng vào thời điểm tốt và tính hoài nghi quá mức lại khiến họ từ chối mọi khả năng thu được lợi nhuận trong thời điểm xấu
- tính chấp nhận rủi ro và tính thận trọng trước rủi ro của các nhà đầu tư có bản chất là luôn dao động, và do vậy họ yêu cầu phải có phần bù rủi ro
- những hành vi theo xu hướng đám đông là kết quả từ áp lực phải làm những gì người khác đang làm, và hệ quả là khó duy trì được những ý kiến khác biệt

- cảm giác khó chịu vô cùng khi thấy người khác kiếm được tiền nhờ làm những hoạt động mà bạn đã từ chối không làm
- do vậy, các nhà đầu tư có xu hướng chống lại bong bóng tài sản nhưng cuối cùng vẫn phải khuất phục trước áp lực, họ bỏ cuộc và mua vào (mặc dù – không, *bởi vì* – tài sản có trong bong bóng đang được định giá rất cao)
- tương ứng với xu hướng trên, mọi người thường bỏ qua những khoản đầu tư không phổ biến và không thành công, cho dù chúng có vẻ rất hợp lý
- cuối cùng là thực tế rằng đầu tư luôn xoay quanh tiền bạc, với những yếu tố mạnh mẽ như con người sẽ luôn tham lam muốn kiếm nhiều hơn, ganh tị với số tiền mà người khác tiếm được và lo sợ thua lỗ

BÒ TÓT VÀ GẤU

Ít nhất một trăm năm qua, các nhà đầu tư đã được biết đến với hai đặc trưng, hoặc họ là "bò tót" (những người lạc quan nghĩ rằng giá cổ phiếu sẽ tăng và họ sẽ có những hành động quyết liệt) hoặc họ là "gấu" (những người bi quan nghĩ rằng cổ phiếu sẽ giảm giá và do vậy họ sẽ có những hành động phòng thủ). Kết quả là, mọi người đã áp dụng cách gọi "thị trường bò tót" để chỉ một thị trường đã tăng, đang tăng hoặc sẽ tăng (nó khá thiếu chính xác) và "thị trường con gấu" để chỉ trường hợp ngược lại.[1]

[1] Từ gốc của "thị trường con bò" là "bull market", từ gốc của "thị trường con gấu" là "bear market". Từ đây trở đi, những đoạn dùng "bull market" sẽ được dịch là "thị trường tăng giá" và "bear market" sẽ được dịch là "thị trường giảm giá" để phù hợp với cách dùng từ quen thuộc tại Việt Nam.

Khoảng 45 năm trước – vào thời kỳ đầu những năm 1970 – tôi đã nhận được một trong những món quà tuyệt vời nhất mà tôi từng được tặng, đó là khi một nhà đầu tư lớn tuổi và có kinh nghiệm cho tôi biết về "Ba giai đoạn của một thị trường tăng giá":

- Giai đoạn đầu tiên: Khi chỉ một thiểu số người am hiểu khác thường tin rằng mọi thứ sẽ trở nên tốt đẹp hơn.
- Giai đoạn thứ hai: Khi hầu hết các nhà đầu tư đều nhận ra rằng những cải thiện đang thực sự diễn ra.
- Giai đoạn thứ ba: Khi tất cả mọi người cùng khẳng định rằng mọi thứ sẽ tốt đẹp lên mãi mãi.

Sự xuất hiện của chân lý đơn giản này đã mở ra cho tôi khái niệm về các thái cực trong tâm lý của nhà đầu tư và tác động của các thái cực đó đến chu kỳ của thị trường. Cũng giống như nhiều trích dẫn và các câu ngạn ngữ hay, chân lý trên cung cấp rất nhiều điều thông thái chỉ trong một vài từ đơn giản. Tất cả đều xoay quanh khả năng có thể thay đổi của thái độ, kiểu mẫu mà chúng diễn ra và cách mà chúng góp phần gây nên những sai lầm.

Trong giai đoạn đầu tiên, bởi vì hầu hết các nhà đầu tư đều không nhìn thấy khả năng cải thiện, nên tài sản không được định giá cao, giá chứng khoán chỉ thể hiện một ít hoặc không hề có chút tinh thần lạc quan nào hết. Thông thường, giai đoạn đầu tiên xảy ra sau khi giá tài sản bị "nghiền nát", và chính xu hướng đi xuống làm giá giảm cũng đã hủy hoại tâm lý, làm những thành viên trong đám đông quay lưng lại với thị trường và khiến họ thề sẽ không bao giờ tham gia đầu tư nữa.

Mặt khác, vào giai đoạn cuối cùng, các sự kiện đã diễn ra tốt đẹp trong một khoảng thời gian rất dài – và điều đó được phản ánh rõ nét trong mức giá của tài sản và tiếp tục nâng cao tinh thần của thị trường hơn nữa – đến mức các nhà đầu tư suy ra rằng sự cải thiện này sẽ không có hồi kết và họ đấu giá tăng lên để thể hiện sự lạc quan của mình. Cây thường không vươn cao được lên tới bầu trời, nhưng trong giai đoạn này các nhà đầu tư hành động như thể chúng có thể phát triển được như vậy... và họ đưa ra mức giá để nhận về những tiềm năng không giới hạn mà họ nhận thấy. Không mấy điều lại phải trả giá đắt như việc trút tiền cho một cơ hội, nhưng hóa ra cơ hội đó đã bị đánh giá quá cao.

Từ điều trên, những người đầu tư ở giai đoạn đầu tiên – khi gần như không ai có thể nhìn thấy lý do để lạc quan – đã mua được tài sản ở mức giá hời, những tài sản mà sau đó có thể định giá lên cao. Nhưng những người mua ở giai đoạn thứ ba lúc nào cũng phải trả giá cao vì thị trường nhiệt huyết quá mức và kết quả là họ sẽ mất tiền.

Mô tả về ba giai đoạn của thị trường tăng giá đã cung cấp thật nhiều kiến thức thông thái cũng như hướng dẫn kiểm soát đồng tiền. Nhưng không lâu sau khi biết đến ba giai đoạn này, tôi đã biết được một điều thậm chí còn hay hơn và ngắn gọn hơn - về cơ bản là cùng một thông điệp nhưng chỉ gói gọn trong một vài từ: "Người khôn ngoan hành động lúc bắt đầu, kẻ ngu ngốc hành động lúc kết thúc."

Tôi xem đây là kiến thức đầu tư khôn ngoan số một và là một sự tinh lọc tuyệt vời khi xét về đầu vào của chu kỳ. Một lần nữa, những người phát hiện ra sớm – những người

theo định nghĩa là những cá nhân hiếm hoi nhận thấy được tương lai tốt hơn người khác, và họ có nội lực mạnh mẽ để ra quyết định mua mà không bị ảnh hưởng bởi đám đông – sẽ giành được những tiềm năng chưa bị phát hiện với mức giá hời. Nhưng mọi xu hướng đầu tư cuối cùng đều được quá nhiều người thực hiện và mức giá được đấu lên quá cao, vì thế người mua cuối cùng phải mất tiền cho những tiềm năng bị đánh giá quá cao. Cuối cùng anh ta bị lỗ vốn, chứ không hề có thêm tiền.

"Người khôn ngoan hành động lúc bắt đầu, kẻ ngu ngốc hành động lúc kết thúc" cho bạn biết đến 80% những điều bạn cần biết về chu kỳ thị trường và những tác động của chúng. Warren Buffett đã nói điều tương tự, thậm chí còn súc tích hơn: "Người làm đầu tiên là nhà cải cách, sau đó là kẻ bắt chước, sau đó nữa là kẻ ngu ngốc."

Tất nhiên, chu kỳ hoạt động theo cả hai hướng, và những hiểu biết chuyên sâu về Khủng hoảng tài chính toàn cầu đã cho tôi cơ hội để đảo ngược kiến thức cũ và mô tả ba giai đoạn của thị trường giảm giá trong bài viết "Khi thủy triều rút xuống" (tháng 3 năm 2008):

- Giai đoạn đầu tiên: Khi chỉ một thiểu số nhà đầu tư sâu sắc nhận ra rằng, bất chấp sự tăng giá lan rộng, mọi thứ sẽ không mãi mãi màu hồng.
- Giai đoạn thứ hai: Khi hầu hết các nhà đầu tư nhận ra rằng mọi thứ đang xấu đi.
- Giai đoạn thứ ba: Khi tất cả mọi người đều tin rằng mọi thứ chỉ có thể trở nên tồi tệ hơn.

Tôi đã từng để cập đến sự đầu hàng. Nó là một hiện tượng thú vị và nó cũng có một chu kỳ. Trong giai đoạn đầu tiên (dù là của thị trường tăng giá hoặc thị trường giảm giá), hầu hết các nhà đầu tư kiềm chế không tham gia làm những điều chỉ có một thiểu số thực hiện. Có thể là vì họ thiếu những hiểu biết sâu sắc làm cơ sở cho các hành động đó; họ không có khả năng hành động trước khi mọi thứ trở nên rõ ràng, và khi đó thì cả đám đông đã cùng nhảy vào thực hiện; hoặc họ không dám đi theo con đường khác xu hướng đám đông và cư xử ngược dòng.

Vì đã bỏ lỡ cơ hội đầu tư từ sớm, mạnh tay và chính xác, các nhà đầu tư có thể tiếp tục kháng cự lại. Một khi thị trường dịch chuyển, họ có thể vẫn không tham gia. Tuân thủ chặt chẽ các nguyên tắc, họ từ chối tiến vào thị trường đã bị đẩy lên cao bởi những người mua đẩy giá, hoặc họ từ chối bán khi những nhà đầu tư khác đã làm giá tài sản sụt xuống thấp hơn giá trị nội tại. Điều đó không có nghĩa là họ tham gia vào xu hướng muộn.

Nhưng hầu hết các nhà đầu tư cuối cùng rồi sẽ đầu hàng. Họ đơn giản là không còn quyết tâm gắng gượng. Một khi giá tài sản đã tăng lên gấp đôi hoặc gấp ba khi đang trên đà tăng giá - hoặc giảm xuống chỉ còn một nửa khi trên đà rớt giá - rất nhiều người cảm thấy quá ngu ngốc, sai lầm, và họ rất ghen tị với những người đã kiếm được tiền từ những sự kiện nhất thời hoặc tránh được tình cảnh giảm giá, vậy nên những người này mất đi ý chí để tiếp tục kháng cự. Câu nói yêu thích của tôi về vấn đề này đến từ Charles Kindleberger: "Không có điều gì ảnh hưởng đến hạnh phúc và óc phán xét của một cá nhân hơn là phải thấy một người bạn trở nên giàu có" (trích cuốn *Manias, Panics, and Crashes: A History of Financial Crises* [Hoảng loạn, hỗn

loạn và cuồng loạn: Lịch sử 300 năm các cuộc khủng hoảng tài chính], xuất bản năm 1989). Những người tham gia thị trường cảm thấy đau đớn vì người khác kiếm được tiền trong khi họ thì bỏ lỡ cơ hội, họ lo sợ xu hướng (cùng với nỗi đau) sẽ tiếp tục xảy ra. Họ kết luận rằng việc chạy theo đám đông sẽ làm giảm nỗi đau, vì vậy họ đã đầu hàng. Cuối cùng, họ mua tài sản đã tăng giá hoặc bán ra ngay cả khi nó đã giảm giá đáng kể.

Nói cách khác, sau khi không thể hành động chính xác trong giai đoạn đầu tiên, họ đã khắc phục sai lầm bằng việc hành động ở giai đoạn thứ ba, nhưng lúc này hành động lại trở thành sai lầm. Đó chính là đầu hàng. Đó cũng là khía cạnh đầy tính phá hủy ở hành vi của nhà đầu tư trong thời gian chu kỳ hoạt động, và là ví dụ tiêu biểu về những sai lầm tệ nhất xuất phát từ tâm lý.

Tất nhiên, khi người kháng cự cuối cùng quyết định bỏ cuộc và mua vào trong giai đoạn giá tăng - hoặc bán trong giai đoạn giá giảm - sẽ không còn một ai sót lại nữa. Không còn người mua có nghĩa là thị trường tăng giá đã đến hồi kết thúc và ngược lại. Người đầu hàng cuối cùng sẽ nằm ở trên đỉnh hoặc dưới đáy và sẽ thiết lập hoàn cảnh để chu kỳ dao động theo hướng ngược lại. Anh ta là "kẻ ngốc cuối cùng".

Câu chuyện lịch sử dưới đây cho thấy rằng ngay cả những người tài giỏi nhất trong số chúng ta cũng có thể trở thành kẻ đầu hàng:

> Isaac Newton từng là Chủ tịch Sở Đúc tiền Hoàng gia ở thời điểm diễn ra "Bong bóng South Sea", ông đã cùng nhiều người Anh giàu có khác đầu tư vào cổ phiếu của công ty South Sea. Nó đã tăng từ 128 bảng Anh trong tháng 1 năm 1720 lên tới

1.050 bảng Anh trong tháng 6. Tuy nhiên, vào thời gian đầu của đợt tăng giá này, Newton đã nhận ra bản chất đầu cơ của sự bùng nổ và đã bán đi số cổ phiếu có tổng trị giá 7.000 bảng Anh mà ông nắm giữ. Khi phóng viên hỏi ông về hướng đi của thị trường, ông được cho là đã nói như sau: "Tôi có thể tính toán được chuyển động của các thiên thể nhưng không tính toán được sự điên cuồng của con người."

Vào tháng 9 năm 1720, bong bóng đã bị vỡ và giá cổ phiếu giảm xuống dưới 200 bảng, giảm 80% so với mức giá cao cách đó ba tháng. Mặc dù đã nhìn thấu bong bóng trước đó, nhưng giống như rất nhiều nhà đầu tư khác trong nhiều năm vừa qua, Isaac Newton không thể chịu được áp lực khi nhìn thấy những người xung quanh mình kiếm lợi nhuận khổng lồ. Ông đã mua lại cổ phiếu khi giá cao và cuối cùng đã mất 20.000 bảng Anh. Thậm chí một trong những người thông minh nhất thế giới cũng không miễn nhiễm với bài học hữu hình này về lực hấp dẫn!

(Trích "bubble.com", tháng 1 năm 2000)

Bong bóng và đổ vỡ

Chúng ta đã luôn luôn có những thị trường tăng và giảm, và điều đó sẽ tiếp tục diễn ra. Khi chúng kéo dài trong một thời gian đáng kể, chúng được gọi là những thị trường tăng giá và những thị trường giảm giá. Thậm chí lên cao hơn, chúng được gọi là các cuộc bùng nổ, điên loạn, cuồng loạn; hoặc tan vỡ, khủng hoảng, hoảng loạn. Các thuật ngữ phổ biến nhất hiện nay để mô tả cực điểm của thị trường tăng giá và giảm giá là "bong bóng" (bubble) và "đổ vỡ" (crash).

Những thuật ngữ này đã có từ rất lâu. "Bong bóng South Sea" được trích dẫn ở trên là sự đầu tư điên cuồng vào một công

ty được cho là sẽ thanh toán hết khoản nợ quốc gia bằng cách nắm giữ độc quyền khai thác các giao dịch với Nam Mỹ. Bong bóng này nổi lên ở Anh vào năm 1720. Còn thị trường sụp đổ dẫn tới cuộc Đại suy thoái được gọi là cuộc Đại đổ vỡ năm 1920. "Bong bóng công nghệ", "bong bóng Internet" và "bong bóng dot-com" vào những năm 1995-2000, cũng như "bong bóng nhà đất" và "bong bóng thế chấp" kết thúc vào năm 2007 đã gây nên các cuộc đổ vỡ to lớn cho các thị trường trên toàn thế giới – vì vậy từ "bong bóng" đã được sử dụng hằng ngày.

Do vậy, ngày này chúng ta – đặc biệt là truyền thông – có xu hướng gọi bất kỳ một thị trường lớn nào đang lên cũng là bong bóng. Vào mùa thu năm 2017, chỉ số S&P 500 của cổ phiếu Mỹ đã tăng khoảng bốn lần (bao gồm cả cổ tức) so với mức giá thấp vào tháng 3 năm 2009, và lợi suất của trái phiếu lợi suất cao tại Mỹ đã giảm xuống chỉ còn 5,8%. Do vậy tôi thường được hỏi rằng liệu chúng ta có đang ở trong một kiểu bong bóng mới nào đó, có lẽ đây là dấu hiệu cho thấy sắp có một vụ đổ vỡ xảy ra. Đó là lý do tại sao tôi muốn dành một chút thời gian để khẳng định rằng không phải mọi sự tăng trưởng đều là bong bóng. Đối với tôi, thuật ngữ "bong bóng" có một ý nghĩa tâm lý đặc biệt mà chúng ta nên hiểu và tìm ra nó.

Tôi đã sống qua những bong bóng tồn tại từ rất lâu trước khi xảy ra bong bóng về cổ phiếu công nghệ và bong bóng nhà ở vừa đề cập ở các trang trước. Một trong những ví dụ điển hình là sự điên cuồng vào những năm 1960 đối với những cổ phiếu "Nifty Fifty"[1] – cổ phiếu của các công ty có chất lượng cao nhất

[1] Nhóm 50 cổ phiếu có giá trị vốn hóa lớn nhất trên thị trường chứng khoán New York vào những năm 1960 và 1970.

và tốc độ phát triển nhanh nhất ở Mỹ. Theo như tôi được biết, có một điểm chung ở các bong bóng và thể hiện rất rõ ở giai đoạn Nifty Fifty: Đó là niềm tin chắc rằng cứ liên quan tới những tài sản thuộc đà tăng, thì "không có thứ gọi là mức giá quá cao". Và tất nhiên theo sau đó là cho dù bạn trả giá bao nhiêu, bạn chắc chắn vẫn sẽ kiếm được tiền.

Chỉ có duy nhất một hình thức đầu tư thông minh, đó là tìm ra những thứ đáng giá và mua nó với mức giá xứng đáng ấy hoặc ít hơn. Bạn không thể có được một khoản đầu tư thông minh nếu không định lượng được giá trị và không bám chặt lấy giá mua hấp dẫn. Bất kỳ chuyển động đầu tư nào không được xây dựng quanh mối quan hệ giữa giá cả và giá trị đều là những hành động vô lý trí.

Ý tưởng "cổ phiếu tăng trưởng" bắt đầu được lan rộng vào đầu những năm 1960, dựa trên mục tiêu tham gia vào các công ty có mức độ tăng lợi nhuận đột biến – nhờ hưởng lợi từ những tiến bộ trong công nghệ, marketing và kỹ thuật quản trị. Các cổ phiếu này nóng lên và đến năm 1968, khi tôi có một công việc mùa hè ở văn phòng nghiên cứu đầu tư của ngân hàng First National City (tiền thân của Citibank), các cổ phiếu Nifty Fifty – loại cổ phiếu có tốc độ tăng trưởng nhanh nhất và tốt nhất – đã được định giá cao đến mức các bên ngân hàng thực hiện hầu hết các khoản đầu tư vào thời điểm đó nhìn chung chẳng còn hứng thú với mọi cổ phiếu khác.

Mọi người đều muốn có một phần của Xerox, IBM, Kodak, Polaroid, Merck, Lilly, Hewlett-Packard, Texas Instruments, Coca-Cola và Avon. Những công ty này được coi là tuyệt vời đến độ dường như không bao giờ có điều gì xấu có thể xảy ra

với chúng. Và người ta thì chấp nhận tuyên bố rằng bạn có trả giá bao nhiêu cũng hoàn toàn không thành vấn đề. Nếu nó quá cao, không sao hết: Lợi nhuận tăng nhanh của các công ty này sẽ sớm làm tăng giá cổ phiếu.

Kết quả rất dễ dự đoán. Bất cứ khi nào mọi người sẵn sàng đầu tư mà không quan tâm mức giá, họ rõ ràng chỉ làm vậy dựa trên cảm xúc và sự phổ biến của cổ phiếu hơn là dựa vào những phân tích lý trí. Vì vậy, cổ phiếu Nifty Fifty đã được bán ở mức cao gấp 80 - 90 lần so với lợi nhuận vào năm 1968, trong tinh thần của một thị trường tăng giá mạnh mẽ, nhưng chúng đã quay trở lại mặt đất khi sự hăng hái hạ nhiệt. Do vậy, nhiều người đã bán ra ở mức cao gấp 8 - 9 lần lợi nhuận, trong thời điểm thị trường cổ phiếu đã yếu hơn rất nhiều vào năm 1973, có nghĩa là các nhà đầu tư vào "các công ty tốt nhất ở Mỹ" đã mất 80 - 90% số tiền của họ. Và chú ý rằng, nhiều công ty "hoàn hảo" được đề cập ở trên đã đi đến phá sản hoặc gặp phải những vấn đề túng quẫn nghiêm trọng.

"Không có giá nào là quá cao" là vậy đấy. Không có tài sản hoặc công ty nào lại tốt đến mức nó không thể bị định giá quá cao. Chắc chắn quan niệm này phải được loại bỏ vĩnh viễn.

Nhưng khi bạn nghĩ bài học này thực sự đã được hiểu thấu, hãy nhanh chóng tua đến những năm cuối thập niên 1990. Bây giờ, cổ phiếu công nghệ mới là điều gây được chú ý rộng rãi. Cũng giống như những đổi mới của các công ty đã châm lửa cho sự tăng trưởng cổ phiếu nhất thời, bây giờ những tiến bộ trong lĩnh vực viễn thông (điện thoại di động và sự truyền tín hiệu qua cáp quang), truyền thông (bao gồm nhu cầu vô hạn về "nội dung" để lấp đầy các kênh giải trí mới) và công nghệ thông tin (đặc biệt là Internet) đang làm bùng cháy trí tưởng tượng của các nhà đầu tư.

"Internet sẽ làm thay đổi cả thế giới" là câu khẩu hiệu của cuộc chiến, và như thường lệ, được theo sau bởi "đối với một cổ phiếu về thương mại điện tử, không có mức giá nào là quá cao". Cổ phiếu Nifty Fifty được bán ở mức cao hơn quá nhiều so với thu nhập của công ty, nhưng đó lại không phải là vấn đề với các cổ phiếu Internet: Những công ty phát hành chúng không có thu nhập. Không những đầu tư vào chúng đơn thuần chỉ là một khái niệm trừu tượng, mà kể cả các công ty này cũng vậy. Vì vậy, thay vì sử dụng tỷ số p/e, cổ phiếu được bán ở giá gấp nhiều lần so với doanh thu (nếu có) hoặc dựa trên "số người xem" – tức số người truy cập vào website của các công ty.

Cũng như cổ phiếu Nifty Fifty, chỉ có ít sự thật đằng sau những gì hình thành nên xu hướng đầu tư nhất thời, nó là điều cần phải có để bong bóng tồn tại. Nhưng các nhà đầu tư bỏ qua những lý lẽ và tính kỷ luật khi họ đưa ra kết luận rằng giá cả không phải là vấn đề. Họ đã đúng; Internet chắc chắn đã làm thay đổi cả thế giới, khiến thế giới ngày nay là một điều gì đó mà ta không thể tưởng tượng được vào 20 năm trước đây. Nhưng những công ty đứng sau phần lớn các cổ phiếu Internet năm 1999 và 2000 đã không còn tồn tại. Người chi tiền cho các cổ phiếu Nifty Fifty mất 80 - 90% giá trị vẫn còn rất đáng ghen tị, những ai đầu tư vào các công ty công nghệ trên đã mất 100%.

Điểm mấu chốt đã rất rõ ràng: Tôi nghĩ "giá cả không thành vấn đề" là một thành phần cần thiết - cũng như là một dấu hiệu nhận biết - của bong bóng. Tương tự, trong những bong bóng, các nhà đầu tư thường kết luận rằng bạn có thể kiếm tiền bằng cách vay tiền để mua cổ phiếu trong thời kỳ điên cuồng. Bất kể lãi suất khoản vay của bạn là bao nhiêu, tài sản bạn mua chắc

chắn sẽ đem về mức lợi nhuận còn cao hơn thế. Rõ ràng đây là một ví dụ khác khi phân tích mà không thèm hoài nghi.

"Không có giá nào là quá cao" là thành phần cuối cùng tạo nên một bong bóng, và do vậy đây là dấu hiệu cho thấy một thị trường đã đi quá xa. Không có cách nào an toàn để tham gia vào một bong bóng, chỉ tồn tại duy nhất sự nguy hiểm. Tuy nhiên, nên chú ý rằng "định giá quá cao" rất khác với "sẽ đi xuống vào ngày mai". Nhiều nhà đầu tư nổi trội đã bỏ cuộc vào đầu những năm 2000 bởi việc kháng cự lại bong bóng công nghệ khiến họ quá đau đớn. Một số người đã thấy khách hàng của họ rút ra rất nhiều vốn, một số trở nên thất vọng và từ bỏ đầu tư, và những người khác thì từ bỏ và lao vào bong bóng… đúng vào thời điểm bong bóng sụp đổ, làm sai lầm của họ càng thêm tồi tệ.



Tiến trình dưới đây tổng hợp lại dao động đi lên của chu kỳ thị trường. Nó thể hiện chu kỳ kinh tế, lợi nhuận, tâm lý, sự thận trọng với rủi ro và hành vi truyền thông kết hợp lại với nhau như thế nào để đẩy giá thị trường vượt cao hơn giá trị nội tại, cũng như cách mà một sự phát triển dẫn tới sự phát triển kế tiếp.

- Nền kinh tế tăng trưởng, những báo cáo về nền kinh tế mang tính tích cực.
- Thu nhập của các công ty tăng và vượt hơn mong đợi.
- Giới truyền thông chỉ đưa những thông tin tốt.
- Thị trường chứng khoán mạnh lên.
- Các nhà đầu tư ngày càng tự tin và lạc quan.

- Rủi ro được cho là hiếm gặp và không mấy gây hại.
- Các nhà đầu tư nghĩ chấp nhận rủi ro là con đường chắc chắn sinh ra lợi nhuận.
- Lòng tham trở thành động lực thúc đẩy hành vi.
- Nhu cầu đầu tư vượt qua nguồn cung.
- Giá tài sản tăng vượt giá trị nội tại.
- Thị trường vốn mở rộng cửa, khiến dễ dàng gọi vốn hoặc gia hạn các khoản nợ.
- Việc vỡ nợ ít xảy ra.
- Thái độ hoài nghi chỉ ở mức thấp và sự tin tưởng tăng cao, có nghĩa là có thể thực hiện những giao dịch rủi ro cao.
- Không ai tưởng tượng được mọi thứ lại có thể đi sai hướng. Những sự phát triển không thuận lợi dường như không thể xảy ra.
- Mọi người cho rằng tình hình sẽ mãi mãi tốt đẹp.
- Các nhà đầu tư lờ đi nguy cơ thua lỗ và chỉ lo lắng sẽ bỏ lỡ các cơ hội đầu tư.
- Không ai có thể nghĩ ra lý do để bán và không ai bị buộc phải bán.
- Số người mua vượt trội số người bán.
- Các nhà đầu tư sẽ vui vẻ mua vào nếu thị trường đi xuống.
- Giá đạt được mức cao mới.
- Truyền thông ăn mừng sự kiện tuyệt vời này.
- Các nhà đầu tư trở nên hưng phấn và vô lo.

- Những người nắm giữ chứng khoán ngỡ ngàng trước sự thông minh của chính họ, có lẽ họ sẽ mua nhiều hơn nữa.
- Những người đứng ngoài cuộc cảm thấy hối hận, thế là họ đầu hàng và mua vào.
- Lợi nhuận tương lai thấp (hoặc âm).
- Rủi ro cao.
- Các nhà đầu tư nên quên đi việc sẽ bỏ lỡ cơ hội đầu tư và chỉ nên lo lắng về nguy cơ mất tiền.
- Đây là thời điểm phải cảnh giác!

Điều quan trọng nhất phải được chú ý là tâm lý lên tới cực điểm, sự sẵn có của tín dụng đạt mức tối đa, giá tối đa, lợi nhuận tiềm năng tối thiểu và rủi ro tối đa - tất cả chúng sẽ đạt cực điểm cùng một lúc, và thường những cực điểm này thường xuyên xảy ra đồng thời với cơn bộc phát mua vào cuối cùng.

Tương tự như vậy, tiến trình dưới đây cho biết những gì xảy ra ở một thị trường đi xuống.

- Nền kinh tế phát triển trì trệ, các báo cáo tiêu cực.
- Thu nhập của các tập đoàn không thay đổi hoặc giảm, không có triển vọng rõ ràng.
- Giới truyền thông chỉ đưa ra những thông tin xấu.
- Thị trường chứng khoán yếu đi.
- Các nhà đầu tư trở nên lo lắng và trầm lặng.
- Rủi ro xuất hiện ở mọi nơi.
- Các nhà đầu tư nghĩ việc chấp nhận rủi ro chẳng là gì ngoài một hành động gây mất tiền.

- Nỗi sợ hãi thống trị tâm lý của các nhà đầu tư.
- Nhu cầu mua chứng khoán giảm thấp hơn so với nguồn cung.
- Giá tài sản giảm xuống dưới giá trị nội tại.
- Thị trường vốn đóng sầm cửa, việc phát hành các loại chứng khoán hoặc tái cấp vốn các khoản nợ trở nên khó khăn.
- Các vụ vỡ nợ tăng đột biến.
- Thái độ hoài nghi tăng cao, niềm tin suy giảm, có nghĩa là chỉ những giao dịch an toàn mới được thực hiện, hoặc có thể không thực hiện giao dịch gì hết.
- Không ai nghĩ sự cải thiện lại có thể xảy ra. Không có kết quả nào là quá tiêu cực để không thể thành hiện thực.
- Mọi người cho rằng mọi thứ sẽ tồi tệ mãi mãi.
- Các nhà đầu tư lờ đi nguy cơ bỏ lỡ cơ hội và chỉ lo lắng về việc mất tiền.
- Không ai có thể nghĩ ra lý do để mua vào.
- Số lượng người bán vượt quá số người mua.
- "Đừng cố gắng bắt dao rơi" đã thay thế "hãy mua cổ phiếu giảm giá".
- Giá tiếp tục đạt đến những điểm thấp mới.
- Phương tiện truyền thông chỉ tập trung vào xu hướng tồi tệ.
- Các nhà đầu tư thất vọng và hoảng loạn.
- Những người nắm giữ chứng khoán cảm thấy bản thân mình ngu ngốc và vỡ mộng. Họ nhận ra họ không thực sự hiểu lý do vì sao mình lại thực hiện các khoản đầu tư đó.

- Những người kìm nén không mua vào (hoặc những người đã bán ra) cảm thấy mình hành động thật hợp lý và được chúc mừng vì đã rất sáng suốt.
- Những người đã từ bỏ và bán ra ở giá thấp lại tiếp tục bị cuốn vào vòng xoáy đi xuống.
- Lợi nhuận tiềm năng lên rất cao.
- Rủi ro thấp.
- Các nhà đầu tư nên quên đi rủi ro mất tiền và chỉ nên lo lắng sẽ bỏ lỡ cơ hội đầu tư.
- Đây là thời điểm phải quyết liệt!

Khi "đỉnh" của chu kỳ thị trường quay ngược lại, bây giờ chúng ta lại nhìn thấy tâm lý xuống mức thấp nhất, khả năng tiếp cận với tín dụng là con số 0, mức giá rơi xuống thấp nhất, lợi suất tiềm năng lên tối đa và rủi ro tối thiểu, tất cả cùng xảy ra ở dưới đáy - khi người người lạc quan cuối cùng cũng phải đầu hàng.

Các tiến trình đưa ra ở trên đã được đơn giản hóa. Thực tế, chúng có thể giống như một bức tranh biếm họa mô tả con đường dẫn đến thất bại. Nhưng chúng không phải tưởng tượng hay phóng đại. Hoàn toàn hợp lý khi mỗi sự kiện sẽ dẫn đến một sự kiện kế tiếp, theo cả hai hướng… cho đến khi đạt tới một cực điểm vô lý và ngôi nhà được dựng nên bởi những lá bài sụp đổ.

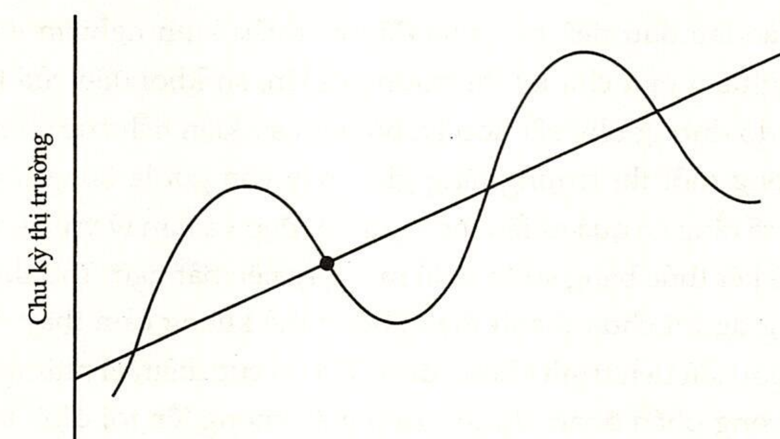
Các sự kiện không phải lúc nào cũng xảy ra theo trình tự và không phải tất cả chúng đều xuất hiện trong mọi chu kỳ thị trường. Nhưng những hành vi này đều có thật và chúng chắc chắn là những nhân tố lặp lại trên thị trường qua nhiều thập kỷ.

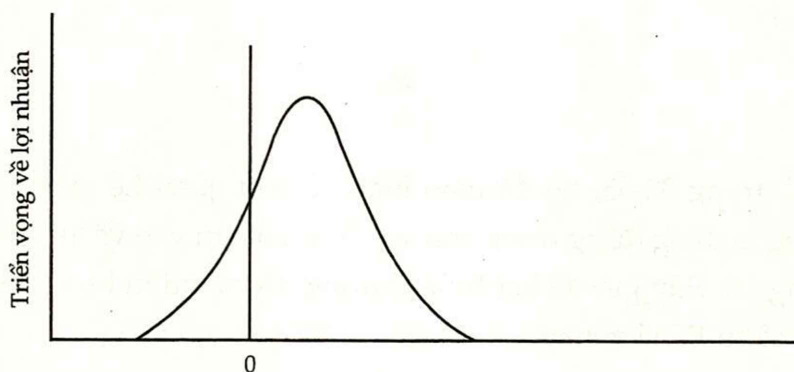
Vào lần đầu tiên một nhà đầu tư thiếu kinh nghiệm được trải nghiệm một chu kỳ thị trường đi lên, sự khởi đầu của tiến trình đó dường như rất hợp lý, bởi mọi sự kiện tích cực đã hợp lại trong một thị trường tăng giá - hay còn gọi là bong bóng. Thực tế rằng có quá nhiều thông tin tốt đẹp và tâm lý vui vẻ vẫn có thể kết thúc bằng sự thua lỗ mới gây nên bất ngờ. Tất nhiên, những người chưa thành thạo không thể không cảm thấy như vậy, bởi nếu tiến trình không được lên tới cực điểm vì những sai lầm trong phán đoán, thì thị trường sẽ không lên tới đỉnh tăng giá rồi sau đó sụp đổ (hoặc xuống tới đáy giảm giá rồi phục hồi trở lại).



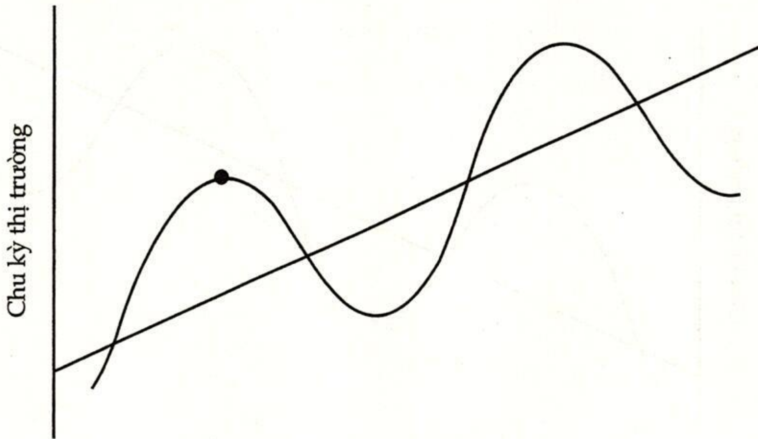
Ở trang 32-35, tôi đã thảo luận về mối quan hệ giữa vị trí chúng ta đang đứng trong chu kỳ và nó có ngụ ý gì về lợi nhuận tương lai. Bây giờ để kết thúc chương, tôi sẽ minh họa kỹ hơn nữa về sự liên kết này.

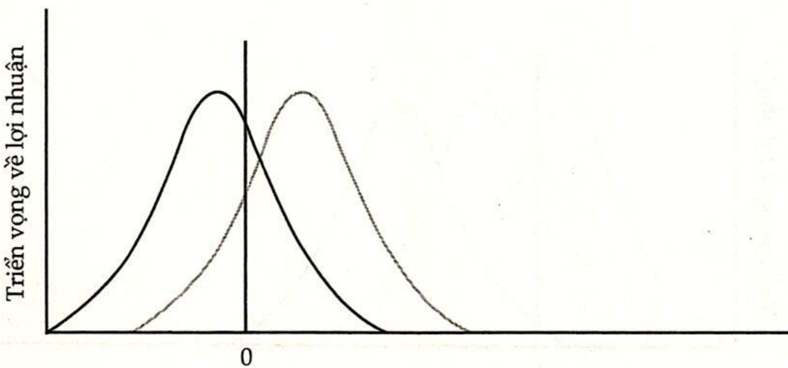
Ở một vài tuần vừa qua – trong khi sắp gửi đi bản thảo cuối cùng của cuốn sách này – tôi đã tìm ra cách để thể hiện mối quan hệ mà tôi đã nghĩ trong đầu. Đầu tiên hãy giả sử chu kỳ thị trường đang ở điểm giữa của nó. Điều này thường ngụ ý rằng sự tăng trưởng của nền kinh tế đang là xu hướng, lợi nhuận ở mức bình thường, các thước đo định giá hợp lý khi xét vào bối cảnh lịch sử, giá tài sản phù hợp giá trị nội tại, và các cảm xúc không bị quá đà. Với tất cả những điều trên, triển vọng về lợi nhuận cũng "bình thường", có nghĩa là sự phân phối xác suất chi phối lợi nhuận tương lai sẽ giống như hình ở trang 32.



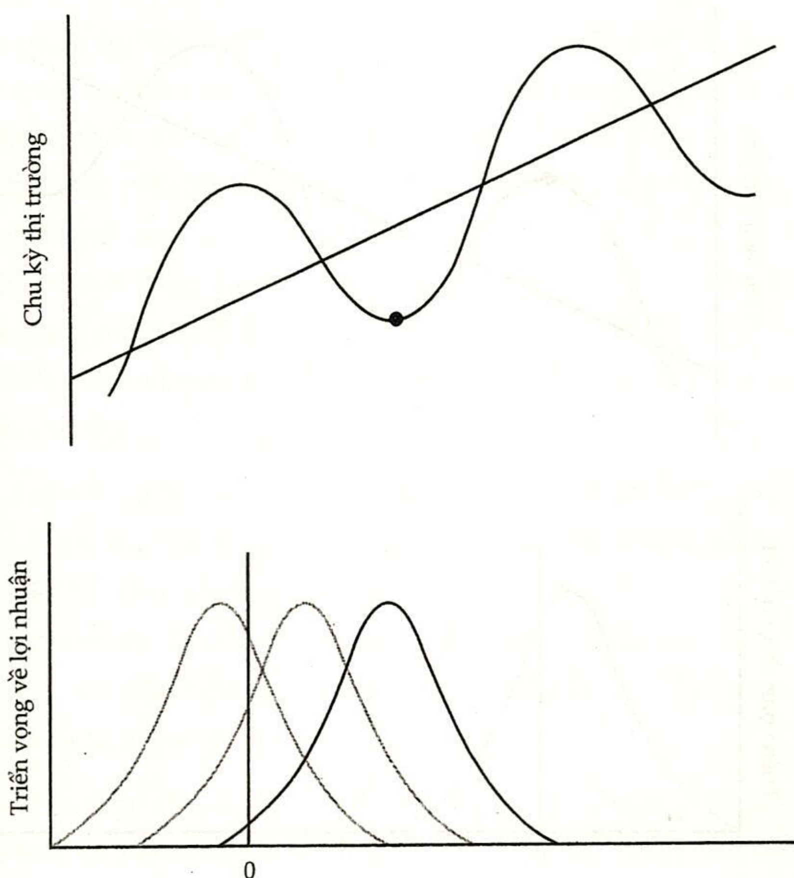


Nhưng điều gì sẽ xảy ra khi thị trường đạt mức cao trong chu kỳ? Bất kể những điều cơ bản đang diễn ra như thế nào, điều đó có nghĩa là việc định giá trở nên vượt mức, giá tài sản vượt quá giá trị nội tại và tinh thần lạc quan cấp độ cao xuất hiện. Tại thời điểm đó, triển vọng về lợi nhuận ở dưới mức trung bình và hướng về mức âm, như hình thể hiện sự phân phối mới ở dưới đây.





Vậy tình hình sẽ như thế nào nếu thị trường rơi xuống mức thấp trong chu kỳ? Bây giờ, vì tâm lý thất vọng của các nhà đầu tư, các thước đo định giá rơi xuống mức thấp nhất, ngụ ý rằng các khoản đầu tư giá hời đang xuất hiện và do đó, giá tài sản đang ở mức thấp hơn hẳn giá trị nội tại. Bây giờ sự phân phối về lợi nhuận tương lai sẽ dịch chuyển sang bên phải, tức là lợi nhuận tiềm năng cao một cách bất thường.

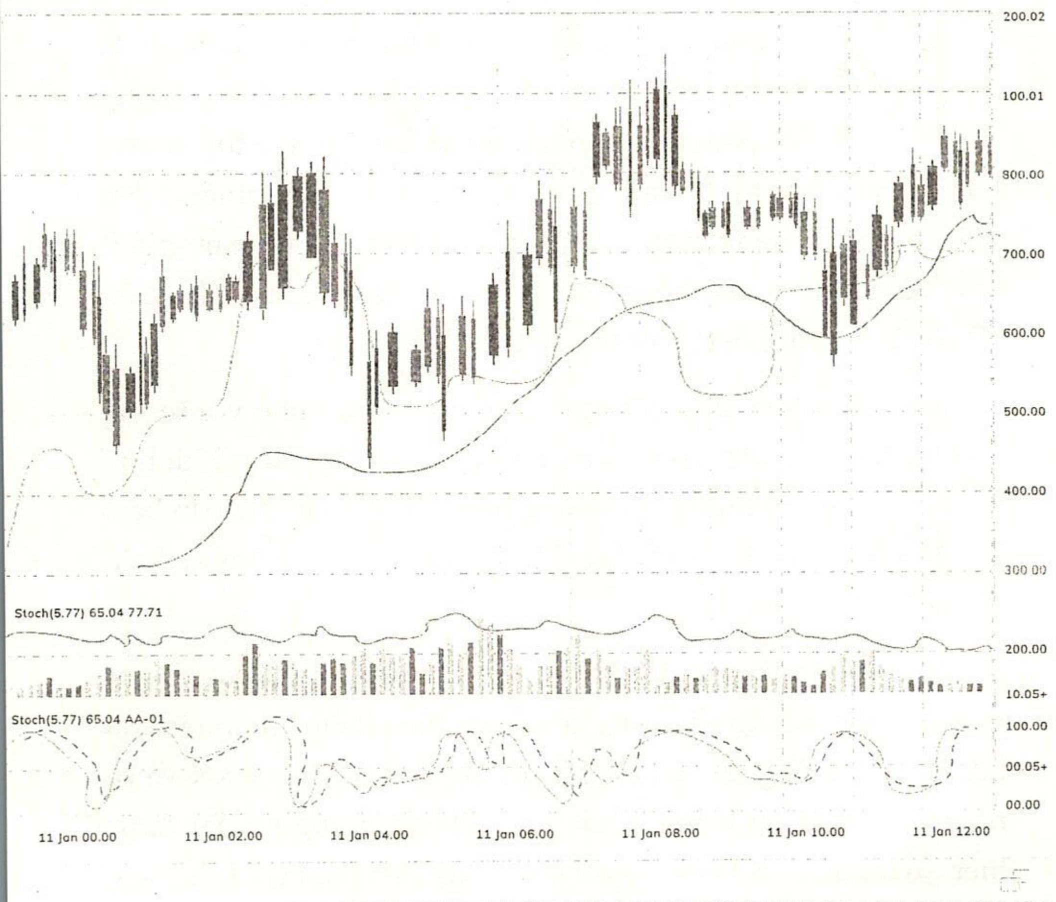


Mô tả mang tính khái niệm này đã chỉ ra mối quan hệ giữa mức độ của chu kỳ và lợi nhuận tiềm năng. Nó không thực sự khoa học, nhưng mọi điều tôi biết đều nói với tôi rằng mô tả này là chính xác.

00:01

13

CÁCH ĐỐI PHÓ VỚI CHU KỲ THỊ TRƯỜNG



$1.27\,65^{4}$ $1.27\,65^{7}$

Sell Buy

Điểm mấu chốt của tất cả những điều này là gì? Để biết được những biến động của tâm lý và chu kỳ ta xét tới đang đứng ở đâu trong quá trình dao động. Để từ chối mua – và có lẽ để quyết định bán – khi tâm lý quá tích cực và sẵn sàng định giá quá cao khiến giá tăng vọt lên tới đỉnh. Và để mua khi tâm lý chán nản, khi việc không có những tiêu chuẩn định giá lúc dao động đi xuống khiến các nhà đầu tư hoảng loạn bán ra những món hời và làm giá xuống thấp.

Mục tiêu của nhà đầu tư là định vị vốn của mình để hưởng những lợi ích từ sự phát triển trong tương lai. Anh ta muốn đầu tư nhiều hơn khi thị trường tăng, hơn là khi thị trường giảm, và muốn sở hữu nhiều thêm những tài sản đang tăng giá nhiều hơn hoặc đang giảm giá ít hơn, cũng như muốn bớt sở hữu các loại tài sản khác. Mục tiêu rất rõ ràng. Câu hỏi là làm sao để thực hiện được.

Bước đầu tiên là quyết định xem bạn sẽ đối phó với tương lai như thế nào. Một số người tin vào những dự báo về kinh tế và thị trường, rồi thực hiện những hành động tuân theo dự báo. Do đó, họ đầu tư mạnh mẽ hơn khi dự báo đưa ra những sự kiện thuận lợi và ngược lại.

Như tôi đã làm rõ, tôi không tin vào những dự báo. Rất ít người có thể biết đủ về tương lai để làm tăng thêm lợi nhuận của họ. Những thống kê về hầu hết những nhà dự báo – xét về cả người dự đoán sự kiện tốt hơn người khác lẫn người đạt được hiệu suất đầu tư tốt hơn người khác – đều không mấy sáng sủa. Một vài người trở nên nổi tiếng vì những thành công ngoạn mục mang tính đơn lẻ, nhưng thường thì phải mất nhiều năm sau đó họ mới có dự đoán chuẩn xác tiếp theo.

Trong trường hợp không có khả năng thấy trước tương lai, làm thế nào để chúng ta có thể định vị danh mục đầu tư của mình cho những gì đang chờ đợi? Tôi nghĩ câu trả lời chủ yếu nằm ở việc ta hiểu được thị trường đang đứng ở đâu trong chu kỳ của nó và điều đó ngụ ý gì cho sự chuyển dịch của chu kỳ trong tương lai. Như tôi đã viết trong *The Most Important Thing*: "Chúng ta có thể không bao giờ biết mình sẽ đi về đâu, nhưng chúng ta nên nắm được mình đang đứng ở đâu."

Để làm được điều đó, ta phải hiểu biết về bản chất cơ bản của chu kỳ nói chung: Điều gì khiến chúng chuyển động, điều gì khiến chúng tiến tới đỉnh và đáy, điều gì khiến chúng rời xa những thái cực đó? Chúng ta đã chạm tới những yếu tố mấu chốt cần phải bận tâm:

- các chủ đề cơ bản cũng như lịch sử có xu hướng lặp lại
- mọi hiện tượng đều có xu hướng tăng và giảm, đặc biệt là những hiện tượng được quyết định bởi bản chất của con người
- cách mà mỗi một sự phát triển trong chu kỳ lại liên quan tới sự phát triển tiếp theo
- cách mà các chu kỳ tương tác và ảnh hưởng lẫn nhau
- vai trò của tâm lý trong việc thúc đẩy các hiện tượng mang tính chu kỳ vượt quá mức độ hợp lý
- do vậy, các chu kỳ có xu hướng đi đến các cực điểm
- chu kỳ có xu hướng di chuyển từ những cực điểm hướng về điểm chính giữa
- chuyển động đó tiếp tục vượt qua điểm chính giữa, hướng về các điểm cực đối diện một cách đều đặn

Đây là những điểm chung ảnh hưởng đến tất cả các loại chu kỳ. Ngoài ra, chúng ta phải ghi nhớ các yếu tố cụ thể ảnh hưởng đến chu kỳ thị trường:

- chu kỳ kinh tế và chu kỳ lợi nhuận hình thành nên môi trường đầu tư
- tâm lý có xu hướng phản ứng quá đà trước sự phát triển của môi trường
- cách mà đôi khi, rủi ro được cho là không tồn tại, lành tính và sau đó lại trở nên rất to lớn, không thể trốn tránh và có thể gây ra những hậu quả nghiêm trọng
- cách mà tại một thời điểm, giá thị trường chỉ phản ánh những điểm tích cực và phóng đại chúng; nhưng đến một lúc khác, mức giá đó lại chỉ phản ánh sự tiêu cực, lờ đi tất cả những mặt tích cực

Đó là những nền tảng – các yếu tố cơ bản nhìn chung liên quan đến chu kỳ và những cách cụ thể mà chúng hoạt động trên thị trường. Đây là điều chúng ta phải nhận thức, quan tâm và tuân thủ. Chúng ta phải sử dụng những hiểu biết chuyên sâu mình thu thập được để đánh giá thị trường đang đứng ở đâu, điều đó gợi ý gì về những chuyển động tương lai của nó và từ đây, điều chúng ta nên làm là gì.



Sau khi thấu hiểu sâu sắc những điều trên, chúng ra sẽ chuyển sang nhiệm vụ tìm ra mình đang đứng ở đâu trong chu kỳ.

Điểm mấu chốt của tất cả những điều này là gì? Để biết được những biến động của tâm lý và chu kỳ ta xét tới đang đứng ở

đâu trong quá trình dao động. Để từ chối mua – và có lẽ để quyết định bán – khi tâm lý quá tích cực và sẵn sàng định giá quá cao khiến giá tăng vọt lên tới đỉnh. Và để mua khi tâm lý chán nản, khi việc không có những tiêu chuẩn định giá lúc dao động đi xuống khiến các nhà đầu tư hoảng loạn bán ra những món hời và làm giá xuống thấp. Như ngài John Templeton đã nói: "Để mua khi những người khác đang bán một cách tuyệt vọng và bán khi những người khác đang tham lam mua vào yêu cầu con người phải sở hữu lòng kiên cường lớn nhất và người đó sẽ có được phần thưởng lớn nhất."

Sự chuyển động đi lên của giá, từ giá hợp lý đến giá quá đà, thường liên quan đến sự kết hợp các yếu tố quan trọng:

- thông tin nhìn chung tốt đẹp
- thỏa mãn với các sự kiện
- truyền thông cùng nhau đưa ra những tin tức tích cực
- chấp nhận những báo cáo lạc quan mà chẳng hề thắc mắc
- thái độ hoài nghi giảm
- sự thận trọng với rủi ro không mấy xuất hiện
- thị trường tín dụng mở cửa
- tâm trạng chung tích cực

Trái ngược lại, sự sụp đổ giá, từ giá hợp lý xuống đến giá như cho thường xuất hiện khi có vài hoặc tất cả các yếu tố dưới đây:

- thông tin nhìn chung tồi tệ
- tăng cảnh giác đối với các sự kiện
- truyền thông đưa tin rất tiêu cực

- mọi người đều chấp nhận các câu chuyện đáng sợ
- thái độ hoài nghi tăng mạnh
- sự thận trọng với rủi ro tăng đáng kể
- thị trường tín dụng đóng sầm cửa
- tâm trạng chung đầy chán nản

Câu hỏi đặt ra là làm thế nào chúng ta có thể biết được vị trí của thị trường trong chu kỳ của nó. Quan trọng là các yếu tố góp phần làm thị trường tăng trưởng sẽ biểu lộ qua các thước đo đánh giá, như tỷ số p/e của cổ phiếu, lợi suất của trái phiếu, tỷ số vốn hóa bất động sản và dòng tiền đến từ việc mua lại. Các thước đo này đều tăng cao so với chuẩn mực của lịch sử. Tất cả chúng đều dự báo lợi nhuận tiềm năng thấp. Điều ngược lại sẽ diễn ra khi sự sụp đổ của thị trường khiến giá tài sản rơi xuống mức giá như cho. Tình trạng đó có thể quan sát và định lượng được.

Ngoài ra, hiểu biết của chúng ta về vị trí của chu kỳ có thể được hỗ trợ rất nhiều nhờ nhận thức về hành vi của các nhà đầu tư. Để phản ứng lại với chu kỳ thị trường và hiểu được những thông điệp của chúng, có một nhận thức quan trọng hơn tất cả, đó là rủi ro trong đầu tư trước hết không đến từ nền kinh tế, các công ty, chứng khoán, chứng chỉ cổ phiếu hoặc sở giao dịch. Mối nguy đến từ hành vi của những người tham gia thị trường. Hầu hết các cơ hội kiếm lợi nhuận vượt trội cũng xuất phát từ đây.

Khi các nhà đầu tư hành động một cách thận trọng, thể hiện sự đề phòng với rủi ro, áp dụng chủ nghĩa hoài nghi và kiềm chế những cảm xúc tích cực, giá chứng khoán sẽ có xu hướng trở

nên hợp lý so với giá trị cơ bản, khiến thị trường trở thành một nơi an toàn và lành mạnh. Mặt khác, khi các nhà đầu tư hưng phấn, sự quá nhiệt tình mua vào của họ sẽ đẩy giá lên mức nguy hiểm. Và khi họ thất vọng, sự bán tháo hoảng loạn của họ sẽ đẩy giá xuống thấp.

Warren Buffett nói với chúng ta rằng: "Người khác càng ít thận trọng khi tiến hành công việc của họ thì chúng ta càng nên thận trọng khi tiến hành công việc của mình." Khi những người khác phấn khích, chúng ta nên cảm thấy sợ hãi. Và khi những người khác sợ hãi, chúng ta nên hành động quyết liệt.

Điều quyết định kết quả của bạn không phải là những thứ bạn mua, mà là bạn trả giá bao nhiêu cho chúng. Và việc bạn trả bao nhiêu - cho giá chứng khoán cũng như mối quan hệ của nó với giá trị nội tại - được xác định bởi tâm lý của nhà đầu tư và hành vi xuất phát từ tâm lý đó. Chìa khóa để có thể cư xử phù hợp với tình hình thị trường chủ yếu nằm ở việc đánh giá tâm lý và hành vi của những người khác. Bạn phải biết được liệu thị trường có đang cực kỳ nóng và mọi thứ có bị định giá quá cao hay không, hay nó đang đóng băng và do đó có thể có một món hời.

Trong bài viết "Nó là như thế" (tháng 3 năm 2006) – và cũng trong *The Most Important Thing* – tôi đã tổng hợp lại những điều tôi gọi là cẩm nang đánh giá thị trường. Tôi không thể nghĩ ra lý do không đưa nó vào cuốn sách này. Làm ơn chú ý rằng những điều dưới đây không mang tính khoa học, không mang tính định lượng và thậm chí hơi hài hước. Nhưng chúng sẽ cho bạn một cảm nhận chung về những điều cần chú ý:

Nền kinh tế:	Phát triển mạnh mẽ	Trì trệ
Triển vọng:	Tiêu cực	Tích cực
Người cho vay:	Háo hức	Thận trọng
Thị trường vốn:	Nới lỏng	Thắt chặt
Nguồn vốn:	Dồi dào:	Khan hiếm
Điều kiện:	Dễ dàng	Nghiêm ngặt
Lãi suất:	Thấp	Cao
Chênh lệch lợi suất:	Thấp	Cao
Nhà đầu tư	Lạc quan	Bi quan
	Đầy tin tưởng	Đau khổ
	Háo hức mua	Không hứng thú mua
Chủ sở hữu tài sản:	Vui vẻ "ôm" tài sản	Vội vàng tháo chạy
Người bán	Ít	Nhiều
Thị trường:	Đông đúc	Thèm khát được chú ý
Quỹ	Rất khó để tiếp cận	Mở cửa đón chào tất cả
	Người mới tham gia hằng ngày	Chỉ có người tốt nhất có thể gọi vốn
	Thành viên chung (General Partner) nắm giữ các điều khoản	Thành viên trách nhiệm hữu hạn (Limited Partner) nắm giữu quyền thương lượng
Hiệu suất gần đây:	Mạnh	Yếu
Giá tài sản	Cao	Thấp
Lợi nhuận tương lai:	Thấp	Cao
Rủi ro	Cao	Thấp
Quan điểm phổ biến:	Quyết liệt	Thận trọng và kỷ luật
	Mua tất cả	Chọn lọc
Quan điểm chính xác:	Thận trọng và kỷ luật	Quyết liệt
	Chọn lọc	Mua tất cả
Những sai lầm hiện hữu:	Mua quá nhiều	Mua quá ít
	Trả giá quá cao	Bỏ cuộc
	Chấp nhận quá nhiều rủi ro	Chấp nhận quá ít rủi ro

Như tôi đã nói trong phần giới thiệu cẩm nang: "Đối với mỗi cặp yếu tố, hãy đánh dấu điều mà bạn nghĩ mô tả đúng nhất thị trường hiện tại. Nếu bạn thấy rằng hầu hết các đánh dấu của bạn nằm ở cột bên trái thì hãy giữ lấy ví của bạn."

Những dấu hiệu này có thể nói cho chúng ta biết vị trí của chúng ta trong chu kỳ và dự báo những điều có thể xảy ra trong tương lai. Do vậy, chúng hữu ích cho điều mà tôi gọi là "nắm bắt nhiệt độ của thị trường". Dưới đây là cách tôi mô tả quá trình đó trong cuốn *The Most Important Thing*:

> Nếu chúng ta cảnh giác và tỉnh táo, chúng ta có thể đánh giá hành vi của những người xung quanh và từ đó biết mình nên làm gì.
>
> Thành phần chủ chốt ở đây là *sự suy luận*, một trong những từ yêu thích nhất của tôi. Mọi người đều nhìn thấy những điều xảy ra mỗi ngày, thông qua những bản tin truyền thông. Nhưng liệu có bao nhiêu người cố gắng hiểu các sự kiện hằng ngày đó nói gì về tâm lý của những người tham gia thị trường, về tình hình đầu tư và từ đó biết phải hành động phản hồi lại như thế nào?
>
> Nói một cách đơn giản, chúng ta phải quyết tâm hiểu được ý nghĩa của những điều đang diễn ra xung quanh mình. Khi những người khác tự tin hết mức và mua vào mạnh mẽ, chúng ta nên nâng cao cảnh giác; khi những người khác sợ hãi không dám hành động hoặc hoảng hốt bán ra, chúng ta lại cần trở nên quyết liệt.
>
> Vì vậy, hãy quan sát xung quanh và tự hỏi bản thân rằng: Liệu các nhà đầu tư đang lạc quan hay bi quan? Những tiêu đề đăng tải trên các phương tiện truyền thông cho biết ta nên tham gia hay rút chân khỏi thị trường? Các kế hoạch đầu tư mới mẻ có được chấp thuận nhiệt tình không, hay chúng đã bị loại bỏ?

Các chứng khoán được đề xuất và sự mở cửa của các quỹ sẽ được coi là cơ hội làm giàu hay nguy cơ thất bại? Chu kỳ tín dụng khiến nguồn vốn trở nên sẵn có hay ta sẽ không thể tiếp cận vốn? Tỷ số p/e đang cao hay thấp khi so sánh với các số liệu quá khứ? Chênh lệch lợi suất đang thắt chặt hay hào phóng?

Tất cả những yếu tố này đều quan trọng, nhưng không điều gì trong số chúng đòi hỏi ta phải dự báo trước. Chúng ta có thể đưa ra những quyết định đầu tư xuất sắc dựa trên những quan sát cơ bản ở thời điểm hiện tại, mà không cần phải dự đoán về tương lai.

Điểm mấu chốt là hãy chú ý tới những điều như trên và hãy để chúng nói cho bạn biết phải làm gì. Dù thị trường không kêu gọi bạn phải hành động theo các yếu tố này mỗi ngày, thì bạn sẽ cần phải tuân theo chúng khi thị trường lên tới cực điểm và những báo hiệu của chúng trở nên cực kỳ quan trọng.

Tại bất kỳ thời điểm nào, luôn có rất nhiều điều đang xảy ra trên thế giới, trong nền kinh tế và môi trường đầu tư. Không ai có thể nghiên cứu, phân tích, thấu hiểu và kết hợp tất cả các sự kiện để tạo nên quyết định đầu tư. Và không ai cần cố gắng làm vậy. Dù thế nào, các sự kiện khác nhau sẽ xảy ra ở mỗi chu kỳ và theo một trình tự khác nhau, tạo ra những kết quả khác nhau.

Quan điểm của tôi ở đây là không phải mọi chi tiết đều quan trọng. Thay vào đó, chìa khóa là (a) tìm ra đâu là những điều quan trọng, (b) đưa ra suy luận xem những gì sẽ diễn ra từ những điều quan trọng đó (và sau đó có thể xem xét thêm mọi điều ít quan trọng hơn trong phạm vi cho phép), và (c) tổng kết từ những suy luận đó, tìm ra một hoặc hai điều đặc trưng nhất của môi trường đầu tư và ta nên hành động như thế nào dựa trên các đặc trưng này. Nói cách khác, hãy điều chỉnh sao cho hài hòa với những sự phát triển mang tính chu kỳ và ý nghĩa của nó.

Tuy nhiên, trong tình huống cụ thể, bạn không thể đi tới cực điểm của chu kỳ mà không lệch hướng khỏi các thước đo định giá tiêu chuẩn. Do vậy, định giá là kết quả, là dấu hiệu hoặc biểu hiện của tâm lý các nhà đầu tư.

Các yếu tố tâm lý và cảm xúc mà tôi đã liệt kê tạo ra tác động ban đầu của chúng thông qua thuyết phục các nhà đầu tư rằng các tiêu chuẩn định giá trong quá khứ đã không còn phù hợp và giờ ta có thể đi lệch hướng. Khi các nhà đầu tư đang bay cao và thu được tiền, họ dễ dàng tìm thấy các lý do thuận lợi để giải thích tại sao nên "giải phóng" tài sản khỏi những ràng buộc của tiêu chuẩn định giá. Sự lý giải thường bắt đầu với câu "lần này mọi thứ sẽ khác". Hãy coi chừng dấu hiệu đáng lo ngại này, khi người ta sẵn lòng không hoài nghi nữa. Tương tự như vậy, khi giá tài sản suy sụp trong một cuộc đổ vỡ, lý do luôn vì người ta nhận định rằng mọi thứ từng nâng giá trị lên trong quá khứ sẽ không thể tạo ra hiệu quả trong tương lai.

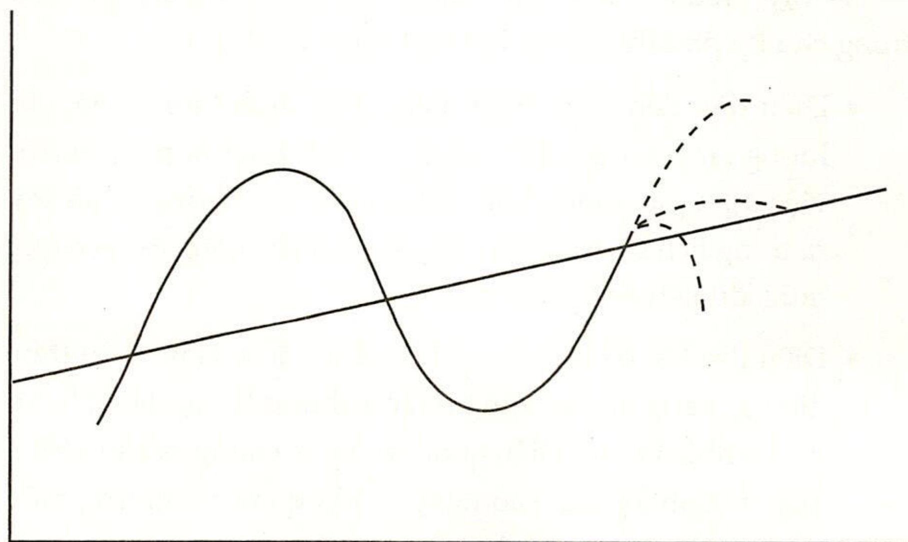
Vì vậy, chìa khóa để hiểu được chúng ta đang đứng ở đâu trong chu kỳ phụ thuộc vào hai hình thức đánh giá:

- Điều đầu tiên hoàn toàn mang tính định lượng: Hãy đo lường sự định giá. Đây là điểm xuất phát hợp lý, vì nếu việc định giá không khác thường so với những gì đã xảy ra trong lịch sử, thì thị trường khó có khả năng trở nên quá mức, dù là theo hướng nào.
- Điều thứ hai cơ bản mang tính định tính: Hãy nhận thức điều gì đang xảy ra xung quanh chúng ta, cụ thể là hành vi của nhà đầu tư. Điều quan trọng là, chúng ta vẫn có thể duy trì tính kỷ luật cao ngay cả khi quan sát những hiện tượng gần như là phi định lượng này.

Tất cả có thể rút lại thành hai câu hỏi quan trọng: Mọi thứ được định giá như thế nào? Các nhà đầu tư xung quanh chúng ta cư xử ra sao? Việc đánh giá hai yếu tố này - nhất quán và có tính kỷ luật - có thể rất hữu ích. Những câu trả lời sẽ cho chúng ta biết được mình đang đứng ở đâu trong chu kỳ.

Để kết thúc chủ đề này, tôi muốn nhắc lại một điều mà tôi đã thường xuyên nói đến: Ngay cả sử dụng những cách đo lường tốt nhất cũng không giúp ta biết điều gì sẽ xảy ra tiếp theo... ta chỉ có thể biết được các xu hướng.

Vì các đợt chu kỳ thị trường sẽ thay đổi về biên độ, tốc độ và thời gian chúng dao động, nên chúng không đủ đều đặn để cho phép chúng ta chắc chắn điều gì sẽ xảy ra tiếp theo dựa trên những gì đã xảy ra trước đó. Do đó, từ một điểm nhất định của chu kỳ, thị trường có khả năng di chuyển theo bất kỳ hướng nào: đi lên, giữ ổn định hoặc đi xuống.



Nhưng điều đó không có nghĩa là ba xu hướng này có khả năng xảy ra như nhau. Vị trí của chúng ta trong chu kỳ sẽ ảnh hưởng đến các xu hướng hoặc các xác suất, kể cả khi nó không xác định được chắc chắn sự phát triển trong tương lai. Khi tất cả mọi điều khác đều như nhau, thì khi thị trường đạt mức cao trong chu kỳ, một sự điều chỉnh giảm xuống sẽ có khả năng xảy ra hơn là xu hướng tiếp tục tăng, và ngược lại. Tất nhiên là mọi thứ không chắc đã diễn ra như vậy, nhưng đó là sự đặt cược an toàn hơn. Việc xác định vị trí của ta trong chu kỳ không nói cho ta biết chuyện gì sẽ xảy ra tiếp theo, mà chỉ nêu lên những điều có nhiều/ít khả năng xảy ra hơn. Nhưng từng đó thôi cũng là rất nhiều rồi.



Cách tốt nhất để có thể nhận biết được những dao động quá mức của chu kỳ là thông qua các ví dụ về cách hành động ở các thái cực – vị trí quan trọng nhất. Do vậy, ở những trang sau đây, tôi sẽ viết về sự hình thành của hai bong bóng gần đây và sự đổ vỡ xảy ra sau bong bóng thứ hai. Ngay cả khi hai bong bóng này khác nhau, mỗi sự kiện trong số ba sự kiện thị trường này đều chứng minh tầm quan trọng của việc đánh giá nhiệt độ thị trường.

Đầu tiên, hãy xem lại sự tăng giá nhanh chóng của cổ phiếu vào cuối những năm 1990 và đầu năm 2000, đặc biệt là sự hình thành của bong bóng Internet. Các nhà đầu tư cảnh giác nên chú ý gì trong khoảng thời gian nay?

- Trong thập niên 1990, nền kinh tế Mỹ tận hưởng giai đoạn mở rộng thanh bình kéo dài nhất lịch sử.

- Vào tháng 12 năm 1996, khi chỉ số S&P 500 đang ở 721, Chủ tịch Cục Dự trữ Liên bang Alan Greenspan đã hỏi: "Làm sao chúng ta có thể biết được khi nào thì sự hào hứng phi lý sẽ vượt quá mức giá trị tài sản?" Nhưng ông ấy không bao giờ nghe thấy vấn đề này được nhắc lại nữa, ngay cả khi S&P 500 đã cao gấp hơn hai lần, lên mức 1.527 điểm vào năm 2000.
- Vào năm 1994, Giáo sư Jeremy Siegel của trường Wharton đã xuất bản cuốn sách *Stocks for the Long Run* (tạm dịch: Những cổ phiếu cho dài hạn). Trong sách, ông chỉ ra chưa bao giờ chứng khoán không thể hiện sự vượt trội so với trái phiếu, tiền mặt và lạm phát trong một thời gian dài.
- Dù các nhà nghiên cứu ở Đại học Chicago đưa ra kết luận rằng lợi suất thông thường của nguồn vốn tại Mỹ nằm trong khoảng 9% một năm, vào những năm 1990, lợi suất trung bình của S&P lên tới gần 20%.
- Hiệu suất của cổ phiếu càng tốt hơn, các nhà đầu tư càng phân bổ nhiều vốn hơn vào chúng. Điều này đặc biệt đúng với cổ phiếu công nghệ, loại cổ phiếu đang dẫn đầu thị trường.
- Nhiều cổ phiếu công nghệ đã được thêm vào các chỉ số vốn như S&P 500 – có nghĩa là các nhà đầu tư theo chỉ số hoặc gần như theo chỉ số phải mua nhiều hơn các cổ phiếu này, thế là chúng tăng giá và lại thu hút thêm vốn đầu tư. Đây là một vòng tròn đi lên cổ điển và không ai có thể tưởng tượng được nó sẽ kết thúc.
- Hầu hết các công ty "kinh tế mới" đều không có lợi nhuận, nên cổ phiếu của chúng không cần phải bán ở tỷ số p/e hợp lý.

- Vào những giai đoạn sau của bong bóng, giá của một vài cổ phiếu dot-com tăng lên vài trăm phần trăm trong đợt phát hành lần đầu ra công chúng (IPO). Để sẵn lòng mua những cổ phiếu mới ở mức giá bị thổi phồng sau IPO, những người mua cân nhắc về nó sẽ phải đưa ra kết luận rằng (a) những người sáng lập công ty đã rất vui khi bán ra cổ phiếu với mức giá thể hiện một phần giá trị thật của chúng, hoặc (b) những người sáng lập biết ít hơn người mua về giá trị của cổ phiếu. Cả hai kết luận này đều chẳng mấy hữu dụng.

- Để chia sẻ điều kỳ diệu này – và để tránh nỗi đau phải thấy những người khác kiếm chác – các nhà đầu tư đã tham gia vào các đợt IPO của những công ty không có thu nhập (và một số còn không có doanh thu) nhưng chỉ biết rất ít hoặc không biết gì về mô hình kinh doanh của chúng.

- Năm 1999, *Dow 36.000* - cuốn sách của các tác giả James Glassman và Kevin Hassett được xuất bản. Cuốn sách này cho rằng khi mức rủi ro của cổ phiếu xuống rất thấp, chúng không cần đưa ra phần bù rủi ro lớn như trong quá khứ. Điều đó có nghĩa là giá của cổ phiếu nên lập tức tăng tới những mức độ mà tại đây, chúng sẽ đem về lợi suất tương lai đã được cắt giảm một cách hợp lý. Do vậy, Chỉ số trung bình công nghiệp Dow Jones xứng đáng tăng gấp hơn ba lần, thay vì chỉ ở mức hơn 10.000 điểm vào lúc đó.

- Tỷ số p/e của S&P 500 - điều được thúc đẩy bởi sự tăng trưởng vũ bão và các cổ phiếu công nghệ - đã đạt tới mức 33 trong thời kỳ bùng nổ của cổ phiếu công nghệ, gấp

đôi mức thông thường sau chiến tranh. Đây cũng là mức định giá cao nhất trong lịch sử của chỉ số tính tới thời điểm ấy.

Vậy, những thành phần nào thực sự xuất hiện?

- thông tin kinh tế tốt đẹp
- các bài báo và những cuốn sách ủng hộ xu hướng
- hành vi vô lo, bỏ qua rủi ro của các nhà đầu tư
- lợi suất đầu tư cao bất thường,
- định giá cực kỳ cao so với lịch sử
- nhiều người sẵn lòng trả những mức giá không hề hợp lý (khi tiến hành phân tích)
- niềm tin rằng cỗ máy sẽ chuyển động vĩnh viễn, không bao giờ dừng lại

Điểm cuối cùng cực kỳ quan trọng. Mỗi một bong bóng đều bắt đầu chỉ với một chút xíu sự thật, như tôi đã lưu ý trước đó. Nhưng tầm quan trọng và lợi nhuận tiềm năng của sự thật đó đã bị đánh giá quá cao trong bong bóng, không một ai hoài nghi, và niềm tin rằng lợi nhuận có thể kéo dài mãi mãi đã được chấp nhận rộng rãi.

Chắc chắn một người đánh giá thị trường khách quan có thể đã biết những vấn đề đã xuất hiện trong quả bong bóng khổng lồ sắp "đáp" xuống mặt đất. Dưới đây là một vài hiện tượng được tôi mô tả trong "bubble.com" (tháng 1 năm 2000):

- Tập đoàn Webvan bắt đầu kinh doanh vào năm 1999, đã có doanh số là 3,8 triệu đô la Mỹ và thu về 350.000 đô la lợi nhuận vào quý tháng 9. Giá trị thị trường cổ phiếu khi đó đạt 7,3 tỷ đô la Mỹ.

- Vào ngày 9 tháng 12, VA Linux lên sàn ở mức 30 đô la và tăng vọt 698% chỉ trong ngày hôm đó, lên tới 239 đô la trong một thị trường có giá trị 9,5 tỷ đô la Mỹ, và bằng một nửa so với cổ phiếu Apple. Đến ngày hôm đó, doanh số năm 1999 của công ty đạt 17,7 triệu đô la và nó đã lỗ 14,5 triệu đô la (trong 12 tháng gần nhất, lợi nhuận của Apple là 600 triệu đô la).
- Bởi vì tỷ số giá/thu nhập của các công ty Internet rất lạ thường – luôn ở mức âm, nên người ta buộc phải nhìn vào tỷ số giá/doanh số để định giá công ty. Ví dụ như Red Hat có doanh số gấp khoảng 1.000 lần doanh thu hằng năm của nó trong quý tháng 8 năm 1999.
- Yahoo! có giá trị 119 tỷ đô la Mỹ, cao hơn General Motors và Ford cộng lại. Ở thời điểm giá cổ phiếu đạt 432 đô la, tỷ số p/e của nó vào năm 1999 vượt hơn 1.000.

Trong những trường hợp bất thường như trên, tờ *Wall Street Journal* vào ngày 10 tháng 12 năm 1999 đã viết: "Định giá cổ phiếu góp phần quan trọng khác thường trong việc đánh giá hiệu quả hoạt động của công ty." Nói cách khác - trong trường hợp không còn dấu hiệu nào - mọi người phải nhìn vào giá cổ phiếu để biết được công ty đang hoạt động ra sao. Điều đó không phải là đi ngược lại quy trình sao? Ngày trước, các nhà đầu tư phải xác định công ty đang làm ăn như thế nào rồi mới đưa ra giá cổ phiếu để phản ánh nó.

Khi những thước đo định giá không có ý nghĩa, thì "tâm lý vé số" dường như sẽ chi phối quyết định mua vào. Mô hình đầu tư trong các công ty công nghệ và dot-com sẽ không có khả năng đem về lợi suất hằng năm là 20% hoặc 30% dựa trên những dự đoán về thu nhập và tỷ số p/e, mà lợi suất sẽ tăng một phát lên tới 1.000% dựa trên một khái niệm vận hành. Lời chào bán có thể là: "Chúng tôi đang kêu gọi vốn vòng đầu tiên cho một công ty được định giá 30 triệu đô la Mỹ. Chúng tôi

nghĩ công ty này có thể IPO trong hai năm nữa với giá trị đạt 2 tỷ đô la." Hoặc lời mời gọi cũng có thể như sau: "Mức giá khi IPO sẽ là 20 đô la Mỹ. Cuối ngày, nó có thể sẽ đạt 100 đô la và lên tới 200 đô la trong vòng sáu tháng."

Bạn có muốn tham gia không? Liệu bạn có thể chấp nhận rủi ro khi nói không và trở nên sai lầm? Áp lực phải mua vào là rất lớn.

Luôn luôn có các ý tưởng, các cổ phiếu, các vụ IPO tạo ra lợi nhuận rất lớn. Tuy nhiên, áp lực tham gia mua vào không lớn như ngày nay, bởi trong quá khứ những người chiến thắng kiếm được hàng triệu đô la chứ không phải hàng tỷ đô la, và họ phải mất nhiều năm chứ không phải mấy tháng. Các giao dịch đã được thực hiện có thể đem lại số tiền cao gấp 100 lần. Với loại tiềm năng đó, (a) những điều có thể đạt được trở nên không thể chối từ, và (b) không cần phải có xác suất thành công cao để "biện hộ" cho hoạt động đầu tư. Tôi từng nói rằng thị trường thường bị chi phối bởi nỗi sợ hãi và lòng tham, nhưng đôi khi động lực lớn nhất lại là nỗi lo sẽ bỏ lỡ cơ hội đầu tư. Chưa bao giờ điều đó đúng như hôm nay. Điều này chỉ làm tăng thêm áp lực phải tham gia và tiến sâu vào rủi ro.

Điều trọng điểm là trong một bong bóng cực điểm như thế này, những nhà đầu tư lý trí không cần phải trở nên xuất sắc vượt trội. Tất cả những gì bạn cần phải làm là xác định những hành vi mất trí khi bạn nhìn thấy nó. Đối với tôi - với tư cách là một người quan sát nhìn nhận thị trường từ bên ngoài, chứ không phải một cá nhân đang tham gia vào trò chơi đầu tư công nghệ - các sự kiện của cơn sốt công nghệ/Internet giống như truyện cổ tích của Hans Christian Andersen. Những người tham gia vào cơn sốt rất muốn mọi thứ cứ diễn ra, đến nỗi không ai có thể bước lên để nói rằng hoàng đế không mặc quần áo. Những

phát triển như vừa mô tả là dấu hiệu của sự điên cuồng hàng loạt, và đó chính là một phần của mọi bong bóng.

Những người trở nên giàu có bởi hiệu suất của vốn đầu tư vào những năm 1990 – và đặc biệt giàu lên nhờ cổ phiếu công nghệ và Internet – đã dự báo trước một kỷ nguyên mới của sự thịnh vượng và giàu có, với lợi suất mình đã đạt được, họ tăng thêm kỳ vọng vào những lợi nhuận trong tương lai. (Như Charlie Munger đã trích dẫn lời của chính khách và nhà hùng biện Hy Lạp cổ Demosthenes: "Khi mong muốn điều gì, người ta cũng sẽ tin nó là sự thật.") Nhưng những cái đầu lạnh đã đưa ra kết luận rằng việc mua cổ phiếu vì hưng phấn trong những năm 1990 đã đẩy giá lên quá cao so với giá trị và đã "vay mượn" hiệu suất của tương lai, cũng như có nhiều dấu hiệu tiêu cực. Chỉ mất vài năm để nhận định này được chứng minh là đúng.

Kết quả cuối cùng vào năm 2000-2002 là (a) thị trường cổ phiếu lần đầu tiên giảm trong ba năm liên tiếp kể từ sau năm 1929-1931, với mức giảm là 49% đối với chỉ số S&P 500 (không tính thu nhập), (b) các cổ phiếu công nghệ suy sụp kinh khủng, và (c) thua lỗ 100% đối với rất nhiều cổ phiếu Internet và thương mại điện tử.



Thông thường người ta sẽ nghĩ rằng sự sụp giảm đau đớn từ một bong bóng như vậy - thứ bị thúc đẩy bởi lạc quan và tin tưởng quá mức - sẽ tạo nên những bài học vô cùng đắt giá, có nghĩa là phải mất một hoặc hai thập kỷ nữa thì một bong bóng khác mới phát sinh. Nhưng không. Bởi vì nó rất quan trọng, nên

tôi sẽ nhắc lại một lần nữa những gì John Kenneth Galbraith đã nói về việc tiếp thu những bài học tài chính:

> Điều góp phần tạo nên... trạng thái hưng phấn là hai yếu tố nữa ít được chú ý trong thời đại của chúng ta cũng như trong quá khứ. Thứ nhất là ký ức tài chính cực kỳ ngắn ngủi. Kết quả là ta nhanh chóng lãng quên những thảm họa tài chính. Một hệ quả sau đó là khi những tình huống tương tự hoặc gần giống xảy ra một lần nữa, đôi khi chỉ trong một ít năm, chúng sẽ được tung hô bởi một thế hệ mới, thường là thế hệ trẻ trung và luôn tự tin tột bậc. Thế hệ này coi đây như một khám phá có tính cách tân tuyệt vời trong thế giới tài chính, và rộng hơn, trong thế giới kinh tế.

Chỉ một vài năm sau đó, đã có những sự kiện gây ra cuộc bùng nổ cho vay thế chấp dưới chuẩn (đã được mô tả ở phần trước cuốn sách này). Các sự kiện cung cấp một ví dụ tuyệt vời về cách những cực điểm mang tính chu kỳ được hình thành từ những sai lầm:

- Như tôi đã viết ở trang 166, một số nhà lãnh đạo Hoa Kỳ đã quyết định rằng việc tăng quyền sở hữu nhà ở chỉ đem lại những điều tốt đẹp.
- Các cơ quan liên bang chịu trách nhiệm phát hành các khoản vay thế chấp tiếp nhận thông điệp và tăng cường các khoản cho vay sẵn có.
- Lãi suất được cắt giảm khiến các khoản vay thế chấp cũng như quyền sở hữu nhà đất trở nên dễ tiếp cận.
- Khả năng mua nhà tăng và khoản vay thế chấp sẵn có giúp số lượng người mua nhà và nhu cầu mua nhà ở tăng lên.

- Nhu cầu tăng khiến giá nhà ở tăng đáng kể. Tuyên bố "Giá nhà chỉ có tăng mà thôi" trở thành một sự thật được chấp nhận, tiếp tục làm tăng lên nhu cầu mua nhà ở.
- Xuất hiện tuyên bố ở mức độ cao hơn nữa: "Không bao giờ có thể có một làn sóng vỡ nợ các khoản vay thế chấp trên phạm vi toàn quốc", nó khiến các chứng khoán được đảm bảo bằng thế chấp trở thành điều thích hợp nhất để đầu tư, cụ thể là được đầu tư bởi các tổ chức tài chính.
- Phố Wall đưa ra một mô hình để chứng khoán hóa các tài sản bình thường, chuyển các khoản thế chấp nhà đáng tin cậy thành các nghĩa vụ nợ thế chấp (CDO). Đây là điều tiếp theo mang về lợi nhuận cao, rủi ro thấp.
- Việc hình thành và bán các khoản CDO cũng như các chứng khoán được bảo đảm bằng thế chấp (MBS) khác đã bổ sung rất nhiều lợi nhuận cho các ngân hàng.
- Với các điều kiện nới lỏng cho phép ngân hàng áp dụng mức đòn bẩy lớn hơn, một lượng lớn vốn đã trở nên sẵn có để đầu tư vốn cần thiết nhằm tạo thành MBS.
- Sự tăng trưởng nhanh chóng của các gói MBS đã tạo ra nhu cầu tăng nhanh về những nguyên liệu cơ bản thiết yếu trong quá trình: các khoản thế chấp mới được phát hành.
- Để nâng cao số lượng các khoản thế chấp mà họ phát hành, những người cho vay đã tạo ra những phương pháp mới để thu hút người mua: các khoản vay thế chấp chỉ trả lãi có thể tối thiểu số tiền phải thanh toán hằng tháng (bằng cách loại bỏ yêu cầu truyền thống rằng số dư gốc phải được thanh toán); các khoản vay thế chấp có thể điều chỉnh lãi

suất cho phép người vay hưởng lợi từ lãi suất cực thấp thuộc phần cuối của đường cong lãi suất; và quan trọng nhất, các khoản vay thế chấp "dưới chuẩn" (đôi khi còn được gọi là "khoản vay nói dối") không yêu cầu người vay phải nộp bất cứ tài liệu nào về thu nhập và việc làm.

- Với các khoản cho vay thế chấp dưới chuẩn được đóng gói thành các chứng khoán và bán ra (ngược với giữ lại như trong quá khứ), trọng tâm của những người cho vay đã chuyển từ uy tín của người vay sang khối lượng của khoản vay. Vì những người cho vay phải trả phí chỉ để cho vay – và có thể bán chúng ngay lập tức nên không có nguy cơ vỡ nợ – nên không có lý do gì để họ phải lo lắng về uy tín của người vay. Rõ ràng, điều này đem tới cho họ những động lực sai lầm. (Những động lực như thế này khiến những người tham gia thực hiện các hành vi vô cùng rủi ro mà không phải lo ngại đến hậu quả. Trong Khủng hoảng tài chính toàn cầu, chúng được miêu tả là đã tạo nên "rủi ro đạo đức" - một thuật ngữ được sử dụng phổ biến. Dù ngày nay thuật ngữ này ít xuất hiện, nhưng khái niệm nó thể hiện thì vẫn tồn tại và vô cùng nguy hiểm.)
- Chìa khóa để hướng tới thành công kỳ vọng của các MBS dưới chuẩn chính là "kỹ thuật tài chính" được thực hiện bởi những nhà quản lý tài chính và nhiều tiến sĩ, rất nhiều người trong số họ mới chỉ lần đầu làm việc này. Họ đã mô hình hóa rủi ro dựa trên những giả định sai lầm rằng việc vỡ nợ ở các khoản vay thế chấp sẽ không liên quan tới nhau và vẫn lành tính như trong quá khứ.

- Việc tạo ra một số lượng lớn MBS dưới chuẩn có nghĩa là các tổ chức xếp hạng tín dụng có rất nhiều việc phải làm, bởi sự phê chuẩn của họ là không thể thiếu được. Nhưng nhiệm vụ đem lại lợi nhuận cao này chỉ thuộc về tổ chức nào đưa ra những mức xếp hạng cao nhất. Điều đó dẫn đến việc "mua" xếp hạng và càng tạo ra thêm những động lực sai lầm, lần này chúng gây ra lạm phát xếp hạng tín dụng trên diện rộng.
- Những xu hướng này khiến các tổ chức xếp hạng tín dụng phát hành hàng ngàn các MBS xếp hạng AAA (khi đó, chỉ có *bốn* công ty của Mỹ được hưởng xếp hạng AAA). Nhân viên của các tổ chức xếp hạng đó rõ ràng không có năng lực hiểu rõ tính phức tạp của các MBS mà họ đang đánh giá.
- Các ngân hàng và các tổ chức tài chính khác đã mua vào một lượng lớn MBS, do bị xúi giục bởi các kỹ thuật "quản trị rủi ro" như thước đo Giá trị Rủi ro (Value at Risk), thước đo này phụ thuộc rất nhiều vào lịch sử ngắn hạn và lành tính. Những xếp hạng quá hào phóng - và do đó đánh giá thấp rủi ro trên diện rộng - chỉ là những điều mang tính giả định.
- Tất cả những điều trên đã xảy ra và được thúc đẩy nhờ thái độ lãng quên rủi ro, điều được đặc trưng bởi tinh thần rủi-ro-đã-biến-mất-rồi.

Vậy, gốc rễ hình thành các bong bóng là gì? Theo bài "Bây giờ, tất cả mọi thứ đều tồi tệ ư?" (tháng 9 năm 2007), câu trả lời là:

> ... một sự kết hợp tiêu chuẩn gồm những điều sau đã tạo ra vụ cháy:
>
> - lòng tham
> - lợi nhuận tốt trong giai đoạn chu kỳ đi lên

- sự hưng phấn và tự mãn
- thị trường tín dụng miễn-phí-và-dễ-dàng
- sự sáng tạo và nghệ thuật bán hàng của Phố Wall
- sự ngây thơ của các nhà đầu tư

Những phát triển được tạo ra sau đó cho thấy một xu hướng đi lên rõ ràng:

- sự thận trọng với rủi ro giảm đi rất nhiều, dẫn tới việc chủ nghĩa hoài nghi biến mất
- mọi người chấp nhận những khái quát hóa tích cực có tác động sâu rộng liên quan đến nhà cửa và thế chấp
- tin tưởng quá đà vào những công cụ mới như kỹ thuật tài chính và quản trị rủi ro
- mọi người gần như đều mù mắt trước những tác động của các động lực thiếu thích đáng lên những người tham gia quá trình

Bên cạnh ký ức ngắn ngủi, sự quá đà về tâm lý và những sai lầm hợp lý, bong bóng phát sinh từ chứng khoán đảm bảo bằng thế chấp càng trở nên nghiêm trọng bởi hai yếu tố sau:

- Bởi vì bong bóng mới này phát sinh trong lĩnh vực thế chấp nhà đất - một phần của thị trường tài chính hoàn toàn tách biệt khỏi "khu vực" đã bị bong bóng công nghệ và Internet ghé qua, nên các nhà đầu tư có thu nhập cố định và các tổ chức tài chính bị nó cuốn vào là những bên chưa phải chịu tác động của các bong bóng trước đó và chưa rút ra được bài học.

- Hiệu suất tệ hại khi đó của cổ phiếu đã khiến các nhà đầu tư nản lòng, cũng như lãi suất thấp do chính sách ôn hòa của Cục Dự trữ Liên bang đã cắt giảm lợi suất sẵn có của các khoản đầu tư đem về thu nhập cố định, đến mức các nhà đầu tư từ bỏ việc thu về lợi suất cao từ cổ phiếu và trái phiếu. Điều đó khiến họ rất dễ bị ảnh hưởng bởi những hứa hẹn từ một nguồn lợi nhuận mới không có rủi ro: các chứng khoán được đảm bảo bằng thế chấp.

Đây là thời điểm để nói về một nhận xét giá trị. Bị "ngã" vào một điều mang tính chắc chắn – loại tài sản sẽ mang lại lợi nhuận mà không có bất cứ rủi ro gì, hay điều mà tôi gọi là "viên đạn bạc" (lấy từ phim *The Lone Ranger* [Kỵ sĩ cô độc], một bộ phim kể về miền Viễn Tây vào thập niên 1950, với nhân vật chính là một sĩ quan có những phát súng không bao giờ trượt), là một trong những cú ngã đau nhất có thể xảy đến với các nhà đầu tư. Nó minh họa cho ý "những gì người ta mong muốn" như Demosthenes đã nói, nhưng nó không hề hợp lý chút nào. Nếu nó đúng thật là một viên đạn bạc, thì:

- Tại sao nhà cung cấp lại chào bán nó cho bạn chứ không tự mua nó?
- Không phải mọi người khác đều sẽ mua nó và đẩy giá lên tới điểm nó không còn là một điều chắc chắn nữa hay sao?

Tôi đã thấy hàng chục viên đạn bạc được chào mời trong suốt sự nghiệp kéo dài 48 năm của mình. Không viên đạn nào được chứng minh tính hiệu quả. Không có chiến lược hay chiến thuật đầu tư nào lại mang về lợi nhuận cao mà không có rủi ro, đặc biệt là khi chúng được tiến hành bởi những người mua thiếu

kỹ năng đầu tư chuyên nghiệp. Kết quả đầu tư vượt trội chỉ có thể đến từ những kỹ năng tuyệt vời (hoặc có lẽ đến từ những khoảnh khắc gặp may mắn).

Như tôi đã nói trước đó, nhìn chung, bong bóng xuất phát chỉ từ một sự thật nhỏ xíu. Nhưng tất cả các bong bóng đều đi quá xa, và cuối cùng, khi chúng bị thủng, chúng gây ra những nỗi đau lớn nhất cho thế giới đầu tư. Niềm tin vào một viên đạn bạc là nền tảng của nhiều bong bóng. Thực tế rằng các nhà đầu tư luôn sẵn sàng "nuốt trọn" những lời hứa về lợi nhuận mà không có rủi ro đi kèm chính là một dấu hiệu không thể sai, báo động ta đang không hoài nghi đủ, tâm lý bị quá khích, và tài sản bị đánh giá vượt mức nên giá của nó hẳn đã lên quá cao. Hãy coi chừng và kháng cự lại nếu bạn có thể. Khi bong bóng xuất hiện, rất ít người có thể làm vậy.

Tôi sẽ tổng hợp lại kết luận mấu chốt như sau: Bong bóng các khoản vay thế chấp dưới chuẩn nảy sinh từ sự chấp nhận rộng rãi rằng các hiện tượng được hứa hẹn sẽ có hiệu quả, mặc dù chưa ai từng thấy chúng hoạt động ra sao. Việc phân tích các phương tiện đầu tư đòi hỏi phải (a) áp dụng các giả định một cách hoài nghi và thận trọng và (b) kiểm tra chúng trong một khoảng lịch sử kéo dài, trong đó có những thời điểm khó khăn. Những điều này rõ ràng đã không được tiến hành.

Thực tế, hầu hết các bong bóng, nếu không muốn nói là tất cả, đều được đặc trưng bởi sự chấp nhận chẳng chút hoài nghi về những điều chưa bao giờ diễn ra trong quá khứ; về những mức định giá hoàn toàn lệch ra khỏi chuẩn mực của lịch sử; và/hoặc chấp nhận các kỹ thuật và công cụ đầu tư chưa bao giờ được thử nghiệm.



Bong bóng các khoản vay thế chấp dưới chuẩn đã thể hiện một quy tắc cực kỳ quan trọng mà tôi vẫn chưa nhắc tới từ trước đến nay. Môi trường tài chính và đầu tư – và hiệu suất của các kỹ thuật và công cụ đầu tư – không phải không thể thay đổi được. Thay vì thế, như tôi đã nói rất nhiều lần về chu kỳ, những điều này bị ảnh hưởng bởi sự tham gia của con người.

Không thị trường nào có thể tách biệt và không bị ảnh hưởng bởi những người tạo ra nó. Hành vi của những người trong thị trường sẽ làm thay đổi thị trường. Khi thái độ và hành vi của họ thay đổi, thị trường sẽ thay đổi.

Trong trường hợp ở đây:

- những nguồn lực của thị trường đã làm thay đổi động lực của những người tham gia
- những động lực bị thay đổi này đã làm thay đổi hành vi của người tham gia
- những hành vi bị thay đổi của họ rõ ràng đã quyết định kết quả

Một sự phát triển thiết yếu đã diễn ra, ta nhận thấy rõ:

- Người ta vin vào lịch sử, cho rằng không thể có một làn sóng vỡ nợ ở các khoản vay thế chấp trên phạm vi toàn quốc.
- Lịch sử "lành tính" được chấp nhận, khiến mọi người đầu tư lớn vào các chứng khoán được đảm bảo bằng thế chấp.
- Điều này cho phép các chứng khoán được hình thành một cách mạnh mẽ.

- Nó cũng khiến các tổ chức xếp hạng tín dụng suy luận tới những trải nghiệm tốt đẹp và xếp hạng tín dụng ở mức cao.
- Quan trọng nhất, nhu cầu lớn về các chứng khoán được đảm bảo bằng thế chấp đã kích thích nhu cầu về nguyên liệu cơ bản – tức là các khoản vay thế chấp – và dẫn đến việc phát hành chúng vô cùng háo hức, làm giảm các tiêu chuẩn cho vay.
- Những sự phát triển này khi gộp lại cùng nhau, gần như đã đảm bảo rằng *sẽ có* một làn sóng vỡ nợ các khoản vay thế chấp ở phạm vi toàn quốc.

Bởi vì những tác động của các hoạt động cho vay bất cẩn (tầm quan trọng của chúng hầu như không được chú ý và không được ghi nhận tại thời điểm đó), trải nghiệm về những vụ vỡ nợ ở các khoản vay thế chấp được phát hành từ cuối những năm 1990 đến năm 2007 trở nên tồi tệ hơn nhiều so với bất kỳ thời điểm nào khác trong lịch sử. Nó còn tồi tệ hơn những gì mà các nhà phát hành chứng khoán và những tổ chức xếp hạng tín dụng có thể nghĩ ra. Nó cũng tồi tệ hơn dự kiến đến từ những mô hình của người mua. Việc bỏ qua nguy cơ này đã góp phần đáng kể vào việc tạo ra bong bóng cho vay thế chấp dưới chuẩn. Bong bóng đã gây nên hậu quả là một cuộc khủng hoảng.

Điều quan trọng là phải hiểu rằng hành vi của các nhà đầu tư có thể thay đổi thị trường, cũng như thay đổi kết quả mà các nhà đầu tư tưởng rằng thị trường sẽ mang lại. Nó đã phản ánh học thuyết về phản hồi của George Soros:

> Trong những tình huống có thành phần tham gia là những người biết suy nghĩ, những quan điểm méo mó… của những

người tham gia có thể tác động đến tình huống mà chúng có liên quan, bởi vì các quan điểm sai lầm dẫn đến hành động không phù hợp.

(Trích "Soros: Lý thuyết chung về phản hồi", *Financial Times*, ngày 26 tháng 10 năm 2009)

Những người cố gắng hiểu cách mọi thứ vận hành trong nền kinh tế và thế giới tài chính nên ghi nhớ nằm lòng bài học này.

≈

Tất cả những điều cần thiết để một cỗ máy chuyển động vĩnh viễn dừng lại là sự thất bại của một hoặc hai giả định, cũng như sự xuất hiện của một vài quy tắc chung:

- Bên cạnh giảm xuống, lãi suất cũng có thể tăng.
- Những tuyên bố trước kia trở nên không chính xác.
- Những động lực không đích đáng có thể dẫn đến những hành vi phá hoại.
- Nỗ lực định lượng trước rủi ro - cụ thể là xác định rủi ro của những sản phẩm tài chính mới chưa từng xuất hiện trong lịch sử - thường sẽ không hiệu quả.
- "Trường hợp xấu nhất" rõ ràng có thể xấu hơn những gì ta dự kiến.

Những sai lầm luôn trở nên rõ ràng khi mọi thứ đã muộn màng. Nhưng những hành động rủi ro liên quan đến thế chấp và các chứng khoán đảm bảo bằng thế chấp – điều đã trở nên rất quan trọng – đang diễn ra tại một góc khuất trong thế giới tài chính. Do vậy, các giám đốc đầu tư, các chiến lược gia về danh

mục đầu tư, những nhà đầu tư vốn, nhà quản lý đầu tư thay thế, những người mua trái phiếu truyền thống và thậm chí cả những người đầu tư vào các khoản cho vay thế chấp đều không nhận ra vấn đề.

Tại Oaktree, chúng tôi đã may mắn trong những năm mà bong bóng thế chấp phát sinh và dẫn đến Khủng hoảng tài chính toàn cầu. Chúng tôi đã hiểu rằng chu kỳ tín dụng đang được mở rộng theo chiều hướng đi lên, và do đó thị trường ngày càng bấp bênh. Điều này khiến chúng tôi đã bán tài sản; thay thế những quỹ đầu tư vào nợ xấu lớn, có tính thanh khoản thành các quỹ có quy mô nhỏ hơn; nâng cao mức độ nhận thức và thận trọng trước rủi ro; tăng vốn một quỹ dự phòng lên gấp nhiều lần để tận dụng cơ hội từ các khoản nợ xấu mà chúng tôi cảm thấy có thể trở thành sự thực.

Cơ sở để chúng tôi làm như vậy là gì? Khi nhìn lại, mọi thứ thật dễ dàng… mặc dù nó chưa bao giờ có vẻ gì là dễ dàng trong thực tế. Tất cả những gì bạn thực sự phải làm trong những năm 2005 - 2007 là có những quan sát tổng quát sau đây:

- Cục Dự trữ Liên bang đã cắt giảm lãi suất cơ bản xuống rất thấp để tránh các tác động tiêu cực khi bong bóng công nghệ bị vỡ, cũng như vì lo ngại sự kiện Y2K[1].

[1] Y2K là từ chỉ sự cố máy tính diễn ra năm 2000, vào khoảnh khắc chuyển giao giữa hai thiên niên kỷ. Khi sắp hết năm 1999, các lập trình viên nhận ra máy tính thời đó không phân biệt được năm 2000 và năm 1900, nên các hoạt động lập trình dựa trên ngày tháng năm sẽ bị lỗi. Sai sót này được dự đoán sẽ làm tê liệt mạng lưới máy tính toàn cầu. (Ví dụ: Ngân hàng sử dụng máy tính để tính lãi suất hằng ngày, nhưng nếu Y2K thành sự thực, thì thay vì tính lãi suất cho 1 ngày, máy sẽ tính lãi suất âm 100 năm, từ 31/12/1999 nhảy về 1/1/1900 thay vì chuyển sang 1/1/2000). Nhiều quốc gia đã rất lo ngại về sự kiện Y2K, họ thực hiện một loạt biện pháp để ngăn ngừa khủng hoảng có thể xảy ra. Nhưng sau cùng, khi thế giới bước sang thiên niên kỷ mới, mọi thứ vẫn diễn ra bình thường. Sự cố Y2K được dự đoán đã không trở thành hiện thực.

- Bởi vì trái phiếu kho bạc và trái phiếu được xếp hạng cao chỉ có lợi suất thấp, cũng như cổ phiếu đã sụt giảm liên tiếp trong ba năm 2000-2002, các nhà đầu tư rất muốn rót tiền vào các công cụ thay thế.
- Các nhà đầu tư đã rũ bỏ nỗi đau sau cuộc sụp đổ của bong bóng công nghệ năm 2000, cuộc khủng hoảng viễn thông và các bê bối của những tập đoàn vào năm 2001-2002.
- Do vậy, sự thận trọng với rủi ro còn lại rất ít (đặc biệt là trong các lĩnh vực ngoài cổ phiếu – thứ không còn được ưa chuộng), khiến các nhà đầu tư nhìn chung mong muốn tham gia vào các khoản đầu tư ở những công cụ mới, được lên cấu trúc và nhân tạo.
- Sau tất cả những điều trên, các thị trường được mở rộng cửa để phát hành công cụ nợ chất lượng thấp, có cấu trúc kém và các giải pháp thay thế chưa được kiểm tra.

Đây là những quan sát của chúng tôi, và đó là lần cuối cùng chúng tôi chú ý nhiều đến các xu hướng tiêu cực đang diễn ra như vậy. Có vẻ như không một ngày nào mà Bruce Karsh hoặc tôi lại không đến văn phòng của nhau để phàn nàn về một chứng khoán mới được ban hành, và nói rằng: "Đáng ra không thể phát hành một mẩu rác như thế này. Thực tế rằng nó vẫn được phát hành có nghĩa là thị trường đang gặp vấn đề." Những thương vụ rủi ro đó cho chúng tôi biết sự sợ hãi, hoài nghi, thận trọng với rủi ro đang bị thiếu sót; còn lòng tham, sự cả tin và thái độ chấp nhận rủi ro lại lên ngôi. Những ngụ ý đến từ sự kết hợp này không bao giờ tốt đẹp.

Tất cả những điểm được chú ý ở trên đều rất hiển nhiên và không phải tranh cãi. Tất cả những gì quan trọng là liệu bạn có

thực hiện những quan sát này và đưa ra những kết luận phù hợp hay không. Bạn không cần phải hiểu đầy đủ những vấn đề về các khoản vay thế chấp dưới chuẩn, về các chứng khoán đảm bảo bằng thế chấp được dựng lại, về các nghĩa vụ nợ thế chấp có cấu trúc cao. *Chúng tôi chắc chắn không hiểu đầy đủ.*

Và nhân tiện, trong những năm mà bong bóng các khoản vay thế chấp được hình hành, cổ phiếu hoạt động không tốt hoặc bị bán ra hàng loạt, và nền kinh tế không bùng nổ (và do vậy, tất yếu sẽ có xu hướng suy thoái). Nhưng nếu bạn thực hiện những quan sát như đã liệt kê, bạn có thể đưa ra kết luận như chúng tôi, rằng đây chính là thời điểm cắt giảm lượng rủi ro có trong danh mục đầu tư của bạn. Đó thực sự là tất cả những gì phải làm.

Và dưới đây là kết quả xảy ra khi bong bóng các khoản vay thế chấp bị vỡ và những ảnh hưởng liên quan, thể hiện trong hiệu suất của một vài chỉ số đầu tư tiêu chuẩn trong năm 2008, năm mà tất cả đều đổ vỡ. Rõ ràng đó là một năm mà việc giảm thiểu rủi ro trở nên vô cùng quan trọng:

Cổ phiếu S&P 500	(37,0)%
Chỉ số trung bình công nghiệp Dow Jones	(31,9)
Chỉ số tổng hợp NASDAQ	(40,0)
Cổ phiếu MSCI tại châu Âu, khu vực châu Đại Dương, vùng Viễn Đông	(45,1)
Chỉ số Citigroup về thị trường lợi suất cao	(25,9)
Chỉ số Merrill Lynch Global về các nhà phát hành chứng khoán lợi suất cao tại châu Âu (tính theo đồng Euro)	(32,6)
Chỉ số Credit Suisse về các khoản vay đòn bẩy	(28,8)
Chỉ số Credit Suisse về các khoản vay tại Tây Âu (tính theo đồng Euro)	(30,2)



Cuối cùng, thảo luận về cách phát hiện và đối phó với các cực điểm của chu kỳ thị trường, tôi muốn đề cập lại sự hoảng loạn lan rộng sau khi sự kiện phá sản của Lehman Brothers diễn ra vào tháng 9 năm 2008.

Mặc dù cuộc khủng hoảng cho vay thế chấp dưới chuẩn bắt nguồn từ một góc nhỏ của thế giới tài chính và đầu tư, những tác động của nó sớm được lan rộng, cụ thể là sự tác động lên các tổ chức tài chính đã đánh giá thấp những rủi ro của các chứng khoán đảm bảo bằng thế chấp và đã đầu tư quá nhiều vào chúng. Vì mối nguy xảy đến với các tổ chức quan trọng này, tác động đã lây lan sang thị trường chứng khoán và trái phiếu ở tất cả các quốc gia - và sau đó lan đến mọi nền kinh tế trên thế giới - dưới hình thức là Khủng hoảng tài chính toàn cầu.

Do vậy, như tôi đã mô tả trước đó, các quỹ của thị trường tiền tệ và các thương phiếu phải được chính phủ Mỹ bảo lãnh. Một số ngân hàng và các tổ chức tài chính to lớn đã suy sụp hoặc phải được hỗ trợ/giải cứu/mua lại. Không ai biết được cuộc "đổ máu" này sẽ lan rộng đến đâu. Thị trường chứng khoán và thị trường nợ sụp đổ. Bây giờ, sự khái quát hóa trở nên tiêu cực: "Hệ thống tài chính hoàn toàn có thể bị tan chảy". Đó là một vòng tròn đi xuống luẩn quẩn không hồi kết.

Bởi vì sự khái quát hóa trở nên tiêu cực, cỗ máy tạo-sai-lầm vận hành theo cách ngược lại. Không có lòng tham, chỉ có sự sợ hãi. Không có sự lạc quan, chỉ có sự bi quan. Không dễ dàng chấp nhận rủi ro, chỉ có thận trọng với rủi ro. Không sẵn lòng

diễn giải một cách tích cực, chỉ có thể đi theo hướng tiêu cực. Không có khả năng tưởng tượng ra những kết quả tốt, chỉ có thể là những kết quả xấu. Do vậy, chúng ta đã đi đến ngày mà hôm đó tôi có cuộc trò chuyện đã viết ở trang 181-182. Lúc này, người đứng đầu quỹ hưu trí coi mọi nhận định về nguy cơ vỡ nợ đều chưa đủ thận trọng.

Những quan sát cần có ở đây là gì? Dưới đây là những gì tôi đã viết trong bài "Những giới hạn của chủ nghĩa tiêu cực" (tháng 10 năm 2008):

> Chủ nghĩa tương phản – tức làm theo điều ngược lại với những điều người khác làm, hoặc "đi ngược chiều gió" – là một điều cần thiết để đầu tư thành công. Nhưng khi cuộc khủng hoảng tín dụng đạt tới đỉnh điểm vào tuần trước, mọi người đã gục ngã trước cơn gió thay vì chống cự nó. Tôi chỉ thấy rất ít người lạc quan, phần lớn họ bi quan ở những mức độ nào đó. Một số người trở nên thực sự chán nản – ngay cả một vài nhà đầu tư tuyệt vời mà tôi biết cũng không ngoại lệ. Những câu chuyện ngày càng tiêu cực về cuộc khủng hoảng sắp tới đã được trao đổi qua email. Không ai áp dụng chủ nghĩa hoài nghi hoặc nói rằng "câu chuyện kinh dị đó khó lòng trở thành hiện thực". Sự bi quan tự bản thân nó phát sinh. Mối quan tâm duy nhất của mọi người là mặc một lớp áo giáp cho danh mục đầu tư của họ để vượt qua sự sụp đổ sắp xảy ra, hoặc là tăng thêm lượng tiền mặt đủ để chuộc lại tài sản. Nhưng trong tuần trước, có một điều mà họ không làm, đó là quyết liệt trả giá mua chứng khoán. Vì vậy, giá giảm và giảm nhiều điểm một lúc.
>
> Như thường lệ, điểm mấu chốt là hãy hoài nghi về những gì "mọi người" đang nói và làm. Người ta có thể nói rằng: "Chắc chắn, câu chuyện tiêu cực có thể trở thành sự thật, nhưng tất nhiên nó cũng được định giá cho phù hợp với thị trường. Vì

vậy, ta chỉ nhận về rất ít lợi ích khi đặt cược vào câu chuyện đó. Mặt khác, nếu nó không phải sự thật, thì tính từ mức độ 'chán đời' hiện nay, sự định giá cao sau này sẽ biến thành khổng lồ. Tôi mua!" Câu chuyện tiêu cực có thể rất khó cưỡng lại, nhưng chính câu chuyện tích cực mà chẳng mấy người tin mới đã và đang nắm giữ những tiềm năng thu về lợi nhuận lớn hơn.

Ở cực điểm này của thị trường, tất cả các thông tin thực ra đều tiêu cực... và tất nhiên chúng không phải là tưởng tượng. Tôi chỉ nhận được những câu hỏi như "Chuyện sẽ đi xa tới đâu?" và "Nó sẽ gây ra tác động gì?". Vì giá tài sản không phản ánh bất cứ điều gì khác ngoài sự bi quan khốn khổ, tôi sẽ nói lên một tư duy (gần như) tự sát, rằng chìa khóa để tạo ra lợi nhuận nằm ở việc nhận ra là dù những thông tin xấu có ở khắp mọi nơi, gần như không có triển vọng gì, thì sự bi quan vẫn có thể trở nên thái quá và lúc đó, tài sản lại có thể trở nên quá rẻ.

Chính sự bi quan thái quá đã khiến tôi viết "Những giới hạn của chủ nghĩa tiêu cực" tại thời điểm thị trường tín dụng xuống thấp nhất vào tháng 10 năm 2008. Ở bài viết đó, như đã đề cập ở chương thái độ đối với rủi ro, tôi đã chỉ ra rằng chủ nghĩa hoài nghi cần thiết của một nhà đầu tư vượt trội sẽ "cần tính bi quan xuất hiện khi sự lạc quan quá mức xảy ra. Nhưng nó cũng sẽ đòi hỏi tinh thần lạc quan phải hiện hữu khi ta bi quan quá mức". Tất nhiên, sự biến chuyển của chủ nghĩa hoài nghi đã hoàn toàn không hiện hữu trong những ngày đen tối nhất của thị trường.

Không lâu sau khi Lehman tuyên bố phá sản vào ngày 15 tháng 9 năm 2008, Bruce Karsh và tôi đã cùng đưa ra kết luận rằng (a) không ai có thể biết được sự sụp đổ của các tổ chức tài chính sẽ đi xa đến đâu, nhưng (b) chắc chắn sự tiêu cực đang tràn lan, rất có thể mọi thứ đã đi quá xa và các tài sản trở nên

rẻ một cách kinh khủng. Tư duy theo một cách có chiến lược, chúng tôi quyết định rằng nếu thế giới tài chính kết thúc - điều mà không ai có thể loại trừ - thì việc chúng tôi có mua vào hay không cũng không quan trọng nữa. Nhưng nếu thế giới không kết thúc và chúng tôi cũng không mua vào, chúng tôi sẽ thất bại trong chính công việc của mình.

Vì vậy, chúng tôi đã tích cực mua các khoản nợ. Oaktree đã đầu tư hơn nửa tỷ đô la mỗi tuần, trong suốt 15 tuần kể từ ngày 15 tháng 9 cho đến tận cuối năm. Có một vài ngày chúng tôi nghĩ mình đang đi quá nhanh và một vài ngày khác thì lại nghĩ mình hành động quá chậm; điều đó hẳn có nghĩa là chúng tôi đang đi đúng hướng. Thế giới không kết thúc; vòng tròn đi xuống của các tổ chức tài chính bị sụp đổ đã dừng lại ở vụ Lehman Brothers; thị trường vốn mở cửa trở lại; các tổ chức tài chính sống dậy; các khoản nợ có thể tiếp tục được tái tài trợ; những vụ phá sản hóa ra chỉ ở mức thấp khi xét cả chiều dài lịch sử; và các tài sản chúng tôi đã mua cơ bản được định giá cao. Nói tóm lại, sự quan tâm đến chu kỳ đã nhận được phần thưởng xứng đáng.



Tình hình tài chính vào cuối năm 2008 cũng là ví dụ phù hợp để ta thảo luận về hành vi của các nhà đầu tư trên con đường di chuyển và chạm tới đáy của thị trường.

Đầu tiên, đáy của thị trường là gì? Đó là điểm mà chu kỳ đạt tới mức giá thấp nhất. Do vậy, đáy có thể được xem như ngày mà những người hoảng loạn cuối cùng cũng phải bán ra, hoặc ngày cuối cùng mà số người bán vượt trội số người mua. Cho dù thế nào thì đó chính là ngày cuối cùng mà giá đi xuống, tức

là ngày giá xuống thấp nhất. (Tất nhiên những định nghĩa này đã được phóng đại. Cách viết "đáy" - cũng như "đỉnh" - thể hiện một khoảng thời gian, chứ không chỉ một ngày. Do vậy, cụm từ "ngày cuối cùng" chủ yếu chỉ là một cách nói.) Từ dưới đáy, giá tăng lên, bởi vì không còn người nào cầm cổ phiếu để đầu hàng và bán ra nữa, hoặc bởi vì bây giờ người ta lại muốn mua nhiều hơn bán.

Câu hỏi tôi muốn đặt ra ở đây là: "Khi nào chúng ta nên bắt đầu mua?" Ở những chương trước tôi đã nhắc tới "những con dao rơi", một khái niệm rất quan trọng. Khi một thị trường đi xuống như thác đổ, các nhà đầu tư có thể thường nghe thấy câu: "Chúng ta sẽ không cố gắng bắt dao rơi." Nói cách khác: "Xu hướng đang đi xuống và ta không thể biết được khi nào nó sẽ dừng lại, vì vậy tại sao chúng tôi lại nên mua vào, trước khi có thể chắc chắn mình đã chạm tới đáy thị trường?"

Tôi nghĩ điều mọi người đang thực sự nói là: "Chúng tôi sợ - cụ thể là sợ phải mua trước khi sự suy giảm dừng lại, và khiến tình hình xấu đi - vì vậy chúng tôi sẽ đợi cho tới khi chạm đáy thị trường, sự hỗn loạn lắng xuống và những điều không chắc chắn được giải quyết." Nhưng hy vọng rằng tới lúc này, tôi đã làm mọi thứ trở nên rất rõ ràng, đó là khi hỗn loạn lắng xuống và tâm trí của các nhà đầu tư trở nên ổn định, các món hời sẽ biến mất.

Ở Oaktree, chúng tôi mạnh mẽ loại bỏ ý tưởng đợi giá chạm đáy rồi mới bắt đầu mua.

- Đầu tiên, không có cách tuyệt đối để biết được khi nào ta chạm tới đáy thị trường. Chẳng có tín hiệu nào rõ ràng cả. Ta chỉ có thể nhận thấy đáy của thị trường khi nó đã

trôi qua, bởi theo định nghĩa, đó là ngày ngay trước khi sự phục hồi diễn ra. Theo định nghĩa đó, ta chỉ có thể xác định đáy sau khi mọi điều đã xảy ra.

- Thứ hai, thường là khi thị trường trượt xuống, bạn có thể mua nhiều nhất những gì bạn muốn, mua từ những người bán đã đầu hàng và khi những người không-bắt-dao-rơi chỉ đứng ngoài lề. Nhưng một khi đường trượt chạm đáy, thì theo lý thuyết, chỉ còn rất ít người muốn bán và ở những phiên giao dịch tiếp theo, người mua lại chiếm ưu thế. Do vậy, việc bán ra trở nên hiếm hoi và những người mua sẽ phải đối mặt với sự cạnh tranh ngày càng tăng.

Chúng tôi bắt đầu mua lại những khoản nợ xấu ngay sau khi Lehman tuyên bố phá sản vào giữa tháng 9 năm 2008, và chúng tôi tiếp tục mua vào qua cả cuối năm, khi giá cứ xuống thấp hơn và thấp hơn. Đến quý đầu tiên năm 2009, các nhà đầu tư khác tỉnh táo lại, nhận ra các giá trị đang hiện hữu và thu thập vốn để đầu tư. Nhưng khi những người nhiệt tình bán đã bán xong và sự mua vào bắt đầu diễn ra, thì đã quá muộn để họ có thể mua vào số lượng lớn mà không đẩy giá lên cao.

Cũng giống như nhiều điều khác trong thế giới đầu tư có thể dựa trên sự chính xác và chắc chắn, việc chờ xuống đáy mới bắt đầu mua là ví dụ điển hình của sự điên rồ. Vì vậy, nếu mua vào ở điểm đáy là sai, thì khi nào bạn nên mua? Câu trả lời rất đơn giản: Mua khi giá của tài sản thấp hơn giá trị nội tại. Nếu giá tiếp tục giảm xuống thì sẽ làm gì? Mua nhiều hơn, lúc này nó có thể đã trở thành một món còn hời hơn nữa. Tất cả những gì bạn cần để đạt được sự thành công sau chót liên quan đến những vấn đề

sau: (a) ước tính giá trị nội tại, (b) vững vàng cảm xúc để kiên nhẫn, và (c) cuối cùng, giá trị ước tính của bạn được chứng minh là chính xác.

≈

Dưới đây là các chỉ số đầu tư nổi bật trong năm sau đó. Lợi nhuận trong năm 2009 cho thấy tầm quan trọng của việc nhận ra chu kỳ đang ở cực điểm tiêu cực và tiến hành mua vào trong sự hỗn loạn (hoặc ít nhất là giữ cổ phiếu lại trong suốt thời gian đó).

Cổ phiếu S&P 500	26,5%
Chỉ số trung bình công nghiệp Dow Jones	22,7
Chỉ số tổng hợp NASDAQ	45,4
Cổ phiếu MSCI tại châu Âu, khu vực châu Đại Dương, vùng Viễn Đông (tính theo đồng đô la Mỹ)	27,8
Chỉ số Citigroup về thị trường lợi suất cao	55,2
Chỉ số BofA Merrill Lynch Global về các nhà phát hành chứng khoán lợi suất cao tại châu Âu	83,0
Chỉ số Credit Suisse về các khoản vay đòn bẩy	44,9
Chỉ số Credit Suisse về các khoản vay tại Tây Âu (tính theo đồng Euro)	47,2

Đã đến lúc nêu lên một nhận xét khác: Nếu bạn nhìn vào hai bảng số liệu ở chương này - những bảng chỉ ra những khoản thua lỗ lớn trong năm 2008 và các khoản lãi lớn trong năm 2009 - hẳn là ta không thể ngờ hai năm này đã diễn ra liên tiếp nhau. Ví dụ: Nếu bạn đặt 100 đô la vào chỉ số Credit Suisse về các khoản vay đòn bẩy vào ngày đầu tiên của năm 2008, bạn sẽ mất 29% trong suốt năm đó và chỉ còn lại 71 đô la ở cuối năm. Nhưng sau này, bạn lại lãi 45% vào năm 2009 và kết thúc với 103 đô la khi hết hai năm đầu tư, với mức lãi ròng là 3 đô la. Như vậy, sau hai

năm, các tài sản được xếp hạng ở trên nằm trong khoảng từ lỗ vừa phải đến lãi vừa phải (cả hai đều tính giá trị ròng).

Tuy nhiên, những gì bạn làm trong khoảng thời gian hai năm đó là vô cùng quan trọng. Đúng vậy, nắm giữ tài sản sẽ cho phép bạn phục hồi hầu hết hoặc tất cả những khoản lỗ và kết thúc một cách tốt đẹp, với kết quả như được mô tả ở trên. Nhưng nếu bạn mất bình tĩnh và bán ở dưới đáy (hoặc nếu bạn mua vào bằng những khoản tiền đi vay, bạn sẽ phải nhận yêu cầu tăng thêm vốn mà bạn không thể đáp ứng), bạn sẽ phải chấp nhận sự suy giảm nhưng lại không được tận hưởng sự phục hồi, và kết quả ròng của bạn sau hai năm "không thể ngờ" này là một thảm họa.

Vì lý do trên, điều quan trọng cần chú ý là việc tháo chạy khỏi thị trường sau một đợt giảm sút – và do đó, không được tham gia vào sự phục hồi mang tính chu kỳ – thật sự là một sai lầm chí mạng trong đầu tư. Trải qua sự thua lỗ điều chỉnh theo giá thị trường (mark-to-market) trong giai đoạn chu kỳ đi xuống không gây chết người, miễn là bạn vẫn kiên trì nắm giữ để thu lợi khi xu hướng đi lên. Khi sự dao động đi xuống bị chuyển hóa thành một khoản lỗ vĩnh viễn thông qua bán ra ở dưới đáy, đó mới thực sự là điều khủng khiếp.

Do vậy, hiểu được chu kỳ và có được những kỹ năng cảm xúc và tài chính cần thiết để vượt qua chúng là yếu tố thiết yếu của một phi vụ đầu tư thành công.



Trước khi tôi tuyên bố mình đã chiến thắng trong cuộc Khủng hoảng tài chính toàn cầu, tôi muốn khẳng định rõ ràng

rằng sự thành công của tôi và những người bạn đồng nghiệp trong việc hưởng lợi từ chu kỳ này không phải một điều chắc chắn sẽ xảy ra. Đó là bởi vì, nói theo Elroy Dimson, kết quả tốt đẹp mà chúng tôi nhận được không phải là kết quả duy nhất có thể thành hiện thực. Tôi tin chắc rằng nếu Hank Paulson, Tim Geithner và Ben Bernanke không hành động khi cần, hoặc nếu họ hành động khác đi, hoặc nếu những hành động của họ không thành công như chúng đã xảy ra, thì một sự suy thoái tài chính và một màn tái diễn của cuộc Đại suy thoái chắc chắn đã có thể xảy ra. Trong trường hợp đó, những hành động của chúng tôi không thể là nguyên do để ăn mừng nữa.

Tôi sợ rằng mọi người có thể nhìn lại sự suy giảm vào năm 2008 và sự phục hồi liền sau và đưa ra kết luận rằng những sự suy giảm chắc hẳn sẽ phục hồi ngay lập tức và dễ dàng, do đó chẳng có gì đáng lo nếu chu kỳ đi xuống. Nhưng tôi nghĩ chúng không phải là những bài học đúng đắn rút ra từ cuộc khủng hoảng, bởi kết quả thực sự xảy ra đã tốt hơn nhiều so với một vài kết quả của "những lịch sử thay thế" (theo cách Nassim Nicholas Taleb gọi chúng) – những điều có thể đã xảy ra. Và nếu ta tiếp thu những bài học sai lầm này, bởi tôi tin chúng có thể là một khả năng, thì sau đó chúng có thể gây nên những hành vi làm tăng biên độ của một chu kỳ bùng nổ/phá sản to lớn khác vào một ngày nào đó. Có thể đó sẽ là một chu kỳ gây ra những tác động phân nhánh nghiêm trọng và kéo dài hơn rất nhiều lên các nhà đầu tư và toàn xã hội.

Nhưng mọi thứ thực sự đã nghiêng về chúng tôi trong quá trình phục hồi từ Khủng hoảng tài chính toàn cầu, cũng như ủng hộ tất cả những nhà đầu tư xác định mua "dài". Tất nhiên,

chúng tôi đã định vị danh mục đầu tư của các khách hàng một cách chính xác cho tương lai, và tương lai đó đã trở thành hiện thực, phần lớn bởi vì chúng tôi đã có cảm giác đúng về cách mà chu kỳ thị trường và chu kỳ tâm lý vận hành. Do không có khả năng dự đoán tương lai, đó là điều tốt nhất một người có thể làm.



Bong bóng và đổ vỡ có một kiểu mẫu riêng của chúng, cách chúng lặp lại giữa những đợt liên tiếp có thể hợp lý hoặc bất hợp lý. Ba giai đoạn được xem xét ở đây đã cho thấy sự dao động của chu kỳ ở cực điểm lớn nhất của nó, và hy vọng rằng chúng sẽ cung cấp dấu hiệu về cách mà các chu kỳ có thể được nhận biết và đối phó.

Tôi muốn đưa ra một vài điểm thiết yếu cuối cùng:

- Đầu tiên, mọi yếu tố trong tiến trình mà tôi đã mô tả đều rất rõ ràng có thể nhận thấy tại thời điểm chúng diễn ra, giúp các nhà đầu tư có thể kiềm chế cảm xúc và không để nhận thức méo mó của họ can thiệp vào hành động.
- Thứ hai, việc đưa ra những suy luận cần thiết – và thực hiện những hành động phù hợp – không cần phải dựa trên bất kỳ dự báo nào cả. Các tiến trình thực tế mới quan trọng, chứ không phải những phán đoán về tương lai. Các sự kiện và những sự thái quá mang tính chu kỳ mới quyết định hành vi thu về lợi nhuận.
- Cuối cùng, dù tôi nói các sự kiện là điều hiển nhiên và đem lại những gợi ý rõ ràng, tôi nhất định phải khẳng

định rằng vào thời điểm đó, không có gì là dễ dàng. Ngay cả những người giỏi nhất và kiềm chế cảm xúc nhất trong số chúng ta cũng phải chịu những yếu tố đầu vào và các kích thích y như những người khác. Chúng tôi không bao giờ chắc chắn, tuy nhiên, chúng tôi đã hành động đúng. Và dù những sai lầm dẫn đến Khủng hoảng tài chính toàn cầu đã được nhận thấy dễ dàng, thì thời điểm khắc phục chúng hoàn toàn không thể dự đoán được. Điều tốt nhất các nhà đầu tư có thể làm là hành động theo những gì họ thấy được trong môi trường đầu tư. Nhưng họ phải ghi nhớ những điều được cho là do John Maynard Keynes phát biểu: "Thời gian thị trường phi lý sẽ kéo dài lâu hơn thời gian bạn có thể duy trì khả năng thanh toán."



Để khép lại chủ đề đối phó với các sự kiện của chu kỳ, tôi muốn cung cấp thêm một ví dụ nữa từ năm 1991. Các khoản mua lại có đòn bẩy đã bùng nổ vào những năm 1980, nhờ người mua của các công ty có thể tiếp cận lượng vốn vay lớn, số tiền vay chiếm tới 95% tổng giá mua. Điều này khiến nhiều công ty phải gánh những khoản nợ mà họ không thể thanh toán trong suốt thời kỳ suy thoái sau đó. Nhiều nơi đã vỡ nợ và phá sản, kéo theo cuộc khủng hoảng đầu tiên của những trái phiếu có lợi suất cao. Những sự phát triển này đến ngay sau khi chúng tôi thành lập quỹ II và IIb dành cho các khoản nợ xấu. Dưới đây là cách tôi đánh giá môi trường trong một bức thư gửi đến các nhà đầu tư của các quỹ vào ngày 23 tháng 1 năm 1991:

Nhìn chung, giá thị trường đối với các khoản nợ của công ty sắp phá sản sụt giảm trong suốt năm 1990. Một vài khoản nợ bị chi phối bởi những yếu tố cơ bản như giá thị trường của tất cả các tài sản đều yếu đi cùng với nền kinh tế, hoặc nguyên nhân là do "điều kiện kỹ thuật" - có nghĩa là nguồn cung các loại nợ này bị thổi phồng và người mua đã nản lòng rồi rút lui.

Nền kinh tế và hoàn cảnh tâm lý sụt giảm cho chúng tôi cơ hội để lựa chọn nhiều phương án đầu tư trong tương lai ở mức giá hời. Môi trường đang ảm đạm vì phần lớn những tài sản mà mọi người mua vào sẽ sớm bị định giá thấp hơn, và các nhà đầu tư không hề háo hức.

Đây chính xác là những điều kiện mà chúng tôi muốn tận dụng. Khi những người mua đang hài lòng với chính họ, khi họ đập tay nhau ăn mừng bởi mọi thứ họ mua sẽ tăng giá cao hơn vào ngày hôm sau và khiến họ cảm thấy mình thật thông minh, "chỉ số đau đớn" đạt mức quá thấp và những người mua tràn đầy động lực.

Các điều kiện hiện nay cho tôi biết chúng ta sẽ có nhiều khả năng đạt được những món hời hơn so với khi chúng ta đang vui vẻ. Chỉ có rất ít người đấu giá cạnh tranh để đẩy giá của những thứ chúng ta muốn mua lên cao. Mỗi mức giá mua cuối cùng đều có khả năng sẽ "thấp" chứ không "cao". Nói tóm lại, đây là thời điểm tốt để đặt tiền vào những lĩnh vực đầu tư trái ngược, như cách chúng tôi đang làm.

Chúng ta không thể mạo hiểm bắt đầu đầu tư vào ngày mà nền kinh tế và thị trường chạm đáy. Hy vọng lớn nhất của chúng ta là điểm giá thấp sẽ xuất hiện trong giai đoạn chúng ta tích cực đầu tư vào quỹ, và chúng ta sẽ mua vào ở trước, trong, và sau thời điểm đó.

Đây là một ví dụ tốt về việc nắm bắt nhiệt độ thị trường trong thực tế… Nó tốt, không chỉ bởi vì tôi là người đã thực hiện, hay vì hành động đó đã đúng (các quỹ nợ xấu mà chúng tôi đầu tư tại thời điểm khi ấy đã đem về một số khoản lợi nhuận cao nhất mà chúng tôi từng đạt được). Thực ra, đây là ví dụ tốt vì nó đã phát hiện ra và chống lại những tác động của cảm xúc chán nản – thứ khiến những người khác không dám mua vào. Nó cũng chỉ ra cho chúng ta rằng các điều kiện "tồi tệ" và những tổn thất điều chỉnh theo giá thị trường (điều chi phối người mua) có nhiều khả năng đã gợi ý các yếu tố thuận lợi (hơn là bất lợi) để thu về lợi nhuận sau đó, và việc giá bị giảm xuống là một điều tốt cho người mua, chứ không phải điều xấu.

Hiểu được mọi điều thực sự có ý nghĩa gì – chứ không phải chúng khiến các nhà đầu tư có cảm xúc gì – là bước đầu tiên để thực hiện những hành động phù hợp với thời điểm.



Sau khi đã viết chương này khá dài, tôi sẽ kết thúc bằng một thảo luận chung về cách suy nghĩ khi định vị một danh mục đầu tư vào thời gian thị trường dịch chuyển trong chu kỳ của nó.

Tôi nghĩ sẽ rất hữu ích khi tiến hành một cách tiếp cận có tổ chức đối với điều mà tôi gọi là "rủi ro sinh đôi". Điều tôi đang nói ở đây là thực tế rằng các nhà đầu tư hằng ngày phải đối phó với hai sai lầm có thể xảy ra. Đầu tiên là điều rất hiển nhiên: Rủi ro mất tiền. Điều thứ hai khó thấy hơn một chút: Rủi ro bỏ lỡ cơ hội. Các nhà đầu tư có thể loại bỏ một trong hai điều, nhưng làm như vậy sẽ khiến họ phải gánh chịu toàn bộ điều rủi ro còn lại. Vì vậy, hầu hết mọi người cân bằng hai nguồn rủi ro.

Quan điểm thông thường của một nhà đầu tư về hai loại rủi ro này nên là gì: cân bằng hay nghiêng về một phía? Câu trả lời tùy thuộc phần lớn vào mục tiêu, tình hình, tính cách và năng lực kháng cự lại rủi ro của người đó (và cũng tùy thuộc vào những yếu tố tương tự ở khách hàng của người này, nếu có).

Khi tách rời khỏi những quan điểm thông thường, liệu nhà đầu tư có nên thay đổi cán cân theo thời gian? Và nếu có, thì làm như thế nào? Tôi nghĩ các nhà đầu tư nên cố gắng có những điều chỉnh phù hợp nếu họ (a) cảm thấy có thông tin chuyên sâu cần thiết và (b) sẵn sàng nỗ lực hết sức và chấp nhận rủi ro nếu sai lầm. Họ nên hành động dựa trên vị trí của thị trường trong chu kỳ của nó. Nói tóm lại, khi thị trường đang ở mức cao trong chu kỳ, họ nên tập trung giới hạn nguy cơ thua lỗ; còn khi thị trường đang ở mức thấp của chu kỳ, họ nên tập trung cắt giảm nguy cơ bỏ lỡ cơ hội.

Làm như thế nào? Hãy thử du hành vào tương lai và nhìn lại. Vào năm 2023, liệu bạn có nghĩ rằng bạn có nhiều khả năng sẽ nói: "Nhớ hồi năm 2018, tôi ước mình đã hành xử quyết liệt hơn." Và liệu có điều gì sẽ xảy ra để khiến bạn nói: "Vào năm 2018, tôi đã bỏ lỡ cơ hội đáng giá nhất đời để mua xyz?" Nghĩ về những gì bạn nghĩ rằng bạn có thể sẽ nói vào vài năm sau có khả năng giúp bạn tìm ra những gì bạn nên làm ngày hôm nay.

Những điều thảo luận ở trên liên quan trực tiếp đến lựa chọn giữa quyết liệt hay thận trọng. Khi một nhà đầu tư muốn cắt giảm nguy cơ thua lỗ của anh ấy, anh nên đầu tư một cách thận trọng hơn. Còn khi nỗi lo lắng về bỏ lỡ cơ hội đầu tư trở nên lớn hơn? Trong trường hợp đó, hãy nâng cao tính quyết liệt. Việc thay đổi quan điểm ở một cá nhân nên được thực hiện để phản

hồi lại với vị trí của thị trường trong chu kỳ. Điều này có thể được thực hiện bằng cách thắc mắc thị trường đang được định giá như thế nào và các nhà đầu tư khác đang cư xử ra sao – đó là hai yếu tố đánh giá thị trường đã được đề cập từ trước.

Khi hầu hết các nhà đầu tư đang hành xử quyết liệt, đó là dấu hiệu rõ nét của một thị trường đầy rủi ro, bởi sự thận trọng với rủi ro không được áp dụng nhiều. "Sự hung hăng" của nhà đầu tư có thể làm giá tài sản tăng cao, khiến thị trường trở nên rủi ro hơn cho chúng ta.

Một cách hay để nghĩ về quyết định này là xem xét những đặc điểm nào đã góp phần hình thành môi trường hiện tại của thị trường. Vào cuối năm 2008 đầu năm 2009, một nhà đầu tư chỉ cần hai điều để kiếm thật nhiều tiền: có tiền để đầu tư và dám dũng cảm để chi tiền. Nếu anh ta có cả hai điều này, anh sẽ kiếm được một khoản tiền lớn trong những năm sau đó. Khi nhìn lại, những gì anh ấy không cần là sự thận trọng, bảo thủ, kiểm soát rủi ro, chặt chẽ, chọn lọc và kiên nhẫn. Anh ta càng có nhiều thứ trong số những điều trên, anh ta càng chỉ kiếm được ít tiền.

Liệu "tiền và lòng dũng cảm" có luôn là công thức tuyệt vời để đầu tư thành công? Không hoàn toàn như vậy. Nếu một nhà đầu tư có tiền và lòng dũng cảm vào đầu năm 2007, anh ta sẽ phải chịu đau đớn từ Khủng hoảng tài chính toàn cầu. Đó là khi anh cần thận trọng, bảo thủ, kiểm soát rủi ro, chặt chẽ, chọn lọc và kiên nhẫn. Hơn nữa, thậm chí vào cuối năm 2008 đầu năm 2009, những nhà đầu tư thông minh vẫn không thể từ bỏ hoàn toàn sự thận trọng và tính kỷ luật, bởi họ không có cách nào biết được sự phục hồi sau Khủng hoảng tài chính toàn cầu lại có thể diễn ra nhanh chóng đến vậy và hậu quả sau cùng gần như

không khiến các nhà đầu tư phải đau đớn. Ở Oaktree, chúng tôi đã đầu tư rất nhiều, nhưng chúng tôi tập trung vào các khoản nợ cao cấp của các công ty chất lượng cao, chứ không đầu tư vào các khoản nợ thứ cấp và các bên phát hành yếu hơn mà hóa ra nếu đi theo hướng này, chúng tôi thậm chí sẽ còn kiếm được nhiều tiền hơn nữa.

Thực tế rằng không có chiến thuật hay cách tiếp cận nào luôn hiệu quả chính là một trong những nhân tố khiến việc đầu tư trở nên thú vị. Cách duy nhất để cố gắng xác định vị trí chính xác khi chu kỳ di chuyển là đưa ra những phán đoán hợp lý và điều chỉnh những yếu tố tạo thành các phán đoán đó. Nhưng việc này không hề dễ dàng.

Ngày nay, mọi người thường có một cách để phản hồi với những thử thách, đó là đặt ra câu hỏi: "Chúng ta đang ở hiệp đấu nào vậy?" Kể từ cuộc khủng hoảng tài chính vào cuối năm 2008, tôi đã thường xuyên gặp phải câu hỏi này. Những gì mọi người thực sự muốn nói là: "Chúng ta đang đứng ở đâu trong chu kỳ?" Vào quý thứ tư của năm 2008, họ băn khoăn: "Bao nhiêu đau đớn đã xảy ra, còn bao nhiêu đau đớn đang chờ ở phía trước?" Gần đây, họ chủ yếu thắc mắc về chu kỳ tín dụng: Nó sẽ tiếp tục đi lên trong bao lâu nữa – tức là dễ dàng vay tiền hơn – và khi nào sự sẵn có của nguồn cung ứng tín dụng sẽ bắt đầu bị thắt chặt?

Tôi cân nhắc những câu hỏi này theo cảm giác của mình về việc mọi thứ đã đi được bao xa, và tôi trả lời theo hình thức mà người hỏi muốn: hiệp thứ hai (chỉ mới bắt đầu), hiệp thứ năm (nửa trận đấu) hoặc hiệp thứ tám (gần kết thúc trận đấu)[1].

---

[1] Từ gốc của "hiệp đấu" là "inning", chỉ các hiệp đấu trong một trận bóng chày. Môn bóng chày diễn ra trong chín hiệp đấu.

Nhưng gần đây tôi đã biết rõ hơn về giới hạn của cách trả lời này: Không giống như một trận bóng chày thông thường, chúng tôi không có cách nào biết được một chu kỳ cụ thể sẽ diễn ra bao lâu. Không có một quy định vào về độ dài của chu kỳ. Một trận bóng chày bình thường sẽ kéo dài chín hiệp, nhưng một chu kỳ kinh tế hoặc chu kỳ thị trường có thể diễn ra trong bảy, chín, mười hai hoặc mười bốn hiệp. Ta không thể biết được.

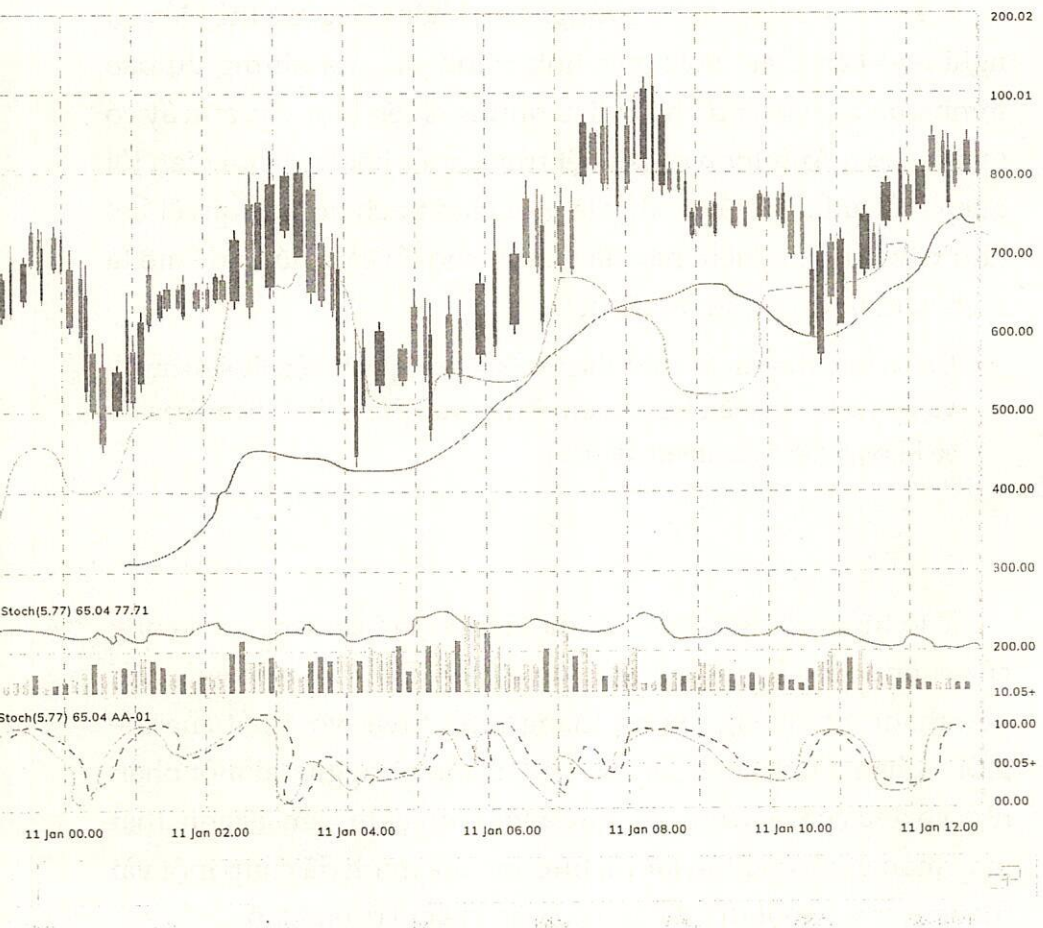
Không có cách tiếp cận nào trên đây có thể cung cấp một kỹ thuật dễ sử dụng để quyết định cách định vị danh mục đầu tư. Tất cả chỉ là những cách để suy nghĩ có hệ thống về một điều không dễ dàng trả lời. Nhưng hy vọng rằng chúng sẽ đưa ra được một lộ trình hữu ích hơn, thay vì quyết định dựa trên cảm xúc, dự đoán hoặc theo xu hướng đám đông.

Cách bạn đối phó với chu kỳ là một trong những điều quan trọng nhất trong đầu tư. Chu kỳ sẽ xảy đến với bạn. Bạn làm gì để phản ứng lại chính là chìa khóa.

00:01

14

ĐỊNH VỊ CHU KỲ



1.27 65[4]   1.27 65[7]

Sell   Buy

Việc định vị thành công một danh mục đầu tư theo các biến động thị trường tương lai phụ thuộc vào những gì bạn thực hiện (trở nên quyết liệt hay thận trọng) và khi nào bạn thực hiện điều đó (dựa trên một hiểu biết vượt trội về những gì chu kỳ gợi ý cho những chuyển động của thị trường trong tương lai).

Tôi đã từng biết một người rất lạc quan và năng nổ, có lẽ bởi vì anh ấy sinh ra trong giàu có và có một cuộc sống sung sướng. Anh không bao giờ thể hiện sự nghi ngờ bản thân, thắc mắc tính chính xác của những dự báo mình đưa ra, hay băn khoăn liệu những chiến lược của anh ấy có thành công. Anh luôn quyết liệt trong suốt khoảng thời gian tôi quen biết anh, và hóa ra đây là thời gian thích hợp để quyết liệt như vậy. Kinh nghiệm này đã truyền cho tôi cảm hứng để mô tả cách vận hành của sự quyết liệt:

> Có ba thành phần tạo nên thành công - sự quyết liệt, thời điểm và kỹ năng - và nếu bạn đủ quyết liệt vào đúng thời điểm, bạn sẽ không cần quá nhiều kỹ năng.



Vào tháng 2 năm 2017, tôi đã viết những chương cuối cùng của cuốn sách này trong khi đi nghỉ ở Ấn Độ. Vào một ngày, tôi đến thăm một trong những thắng cảnh tuyệt vời nhất của thế giới – pháo đài Amer ở Jaipur – và cố gắng lưu giữ lại một phần nhỏ vẻ đẹp của nó trong các bức ảnh. Trong khi xem lại ảnh, thật may mắn vì tôi đã nhìn lại vài bức ảnh mà mình đã chụp một vài tháng trước ở một địa điểm mê hoặc khác: Trung Quốc.

Trong chuyến đi đó, một khách hàng ở Bắc Kinh đã hỏi tôi một loạt câu hỏi đầy khiêu khích và khi trả lời họ, như thường

lệ, tôi đã viết những dòng chữ nguệch ngoạc lên bảng trắng. Những câu trả lời đến với tôi ngày hôm đó chưa từng xuất hiện trong tâm trí tôi. Nhận thấy vậy, tôi đã chụp lại tấm bảng trắng bằng chiếc iPhone của mình trước khi rời đi. (Thật là một cải tiến: 20 năm trước tôi sẽ không bao giờ có một chiếc máy ảnh trong một buổi thuyết trình.) Ba tháng sau, khi xem lại những bức ảnh chụp ở pháo đài Amer, tôi đã bắt gặp những bức ảnh từ Trung Quốc và lần đầu tiên tôi nghĩ lại những ý tưởng đó. Chúng sẽ đưa ra hầu hết các vấn đề có trong chương này.

Bây giờ, tôi nằm trên giường ở Ấn Độ, sau khi không ngủ đẫy giấc vì sự chênh lệch múi giờ 10,5 tiếng so với New York. Vì một vài lý do, sự kết nối được hé lộ giữa những câu nói ở trên về thành công, những bức ảnh của tôi ở Bắc Kinh và câu hỏi về cách đối phó với các chu kỳ. Nói ngắn gọn, tôi suy nghĩ cách phân tích các thành phần chính của kỹ năng đầu tư.

(Chú ý rằng tôi nói "sự kết nối được hé lộ" chứ không phải "tôi tạo ra sự kết nối". Tôi có chủ ý khi lựa chọn hình thức bị động ở đây, bởi vì tôi thực sự thường cảm thấy bị động, khi đó những ý tưởng "đến với tôi" hơn là tôi tự phát triển chúng thông qua một quá trình cố gắng có chủ đích. Đó là cách rất nhiều hiểu biết của tôi phát sinh, chúng thường được hỗ trợ bằng cách "tiêu giảm" suy nghĩ thành hình ảnh, như những bức ảnh tôi đã chụp ở Trung Quốc. Đó đơn thuần là cách tâm trí tôi hoạt động.)

Quay lại với lần đầu tiên tôi nghĩ về cách giải nghĩa cho sự thành công đã nêu ở trên. Khi dùng từ "thời điểm", tôi muốn nói tới "thời điểm may mắn". Sau cùng, điều gì có thể tốt hơn việc trở nên quyết liệt vào đúng thời điểm bất ngờ? Nhưng khi nằm trên giường ở Ấn Độ, tôi nhận ra thời điểm tốt đó không nhất

thiết phải là kết quả của sự may mắn. Thay vào đó, thời điểm tốt trong đầu tư có thể đến từ việc cần mẫn đánh giá chúng ta đang ở đâu trong một chu kỳ và sau đó có những hành động phù hợp. Nghiên cứu về chu kỳ thực chất là nghiên cứu về cách định vị danh mục đầu tư của bạn trước những kết quả có thể xảy ra trong tương lai. Một câu nói này chính là nội dung của toàn bộ cuốn sách trên tay bạn.



Tôi muốn bổ sung thêm một chút ý kiến về công thức để đầu tư thành công. Tôi đi tới kết luận rằng công thức nên được xem xét với sáu thành phần chính, theo ba cặp:

- **Định vị chu kỳ**: quá trình quyết định mức rủi ro có trong danh mục đầu tư của bạn trước những phán đoán (của bạn) về các chu kỳ chính.
- **Lựa chọn tài sản**: quá trình quyết định thị trường, thị trường ngách, loại chứng khoán hoặc tài sản đặc biệt nào cần đánh giá cao và cần đánh giá thấp.

Định vị và lựa chọn là hai công cụ chính trong việc quản lý danh mục đầu tư. Nó có thể đã được đơn giản hóa quá mức, nhưng tôi nghĩ mọi điều nhà đầu tư thực hiện đều sẽ thuộc một trong hai vấn đề này.

- **Quyết liệt**: có thể rủi ro sẽ tăng lên: rủi ro khi chi nhiều vốn hơn, giữ trong tay những tài sản chất lượng kém hơn; thực hiện các khoản đầu tư phụ thuộc vào những kết quả vĩ mô thuận lợi, và/hoặc sử dụng đòn bẩy tài chính hoặc các tài sản và chiến lược có hệ số beta cao (hệ số thể hiện mức độ nhạy cảm với thị trường).

- **Thận trọng**: cắt giảm rủi ro: đầu tư ít vốn và thay vào đó là nắm giữ tiền mặt, tập trung vào các tài sản an toàn hơn, mua những thứ có thể hoạt động tương đối tốt ngay cả khi ở trong giai đoạn không thịnh vượng, và/hoặc tránh sử dụng đòn bẩy và hệ số beta cao.

Lựa chọn giữa quyết liệt và thận trọng là nhân tố cơ bản để các nhà đầu tư định vị danh mục đầu tư trước những nhận định của họ về vị trí của mình trong chu kỳ, cũng như điều đó sẽ gợi ý gì về các phát triển của thị trường trong tương lai.

- **Kỹ năng**: khả năng đưa ra những quyết định chính xác để đạt được sự cân bằng (mặc dù chắc chắn không phải lúc nào cũng có thể cân bằng), thông qua một quá trình trí tuệ có thể lặp lại và dựa trên những nhận định hợp lý về tương lai. Ngày nay, điều này được biết đến dưới cái tên học thuật là hệ số "alpha".

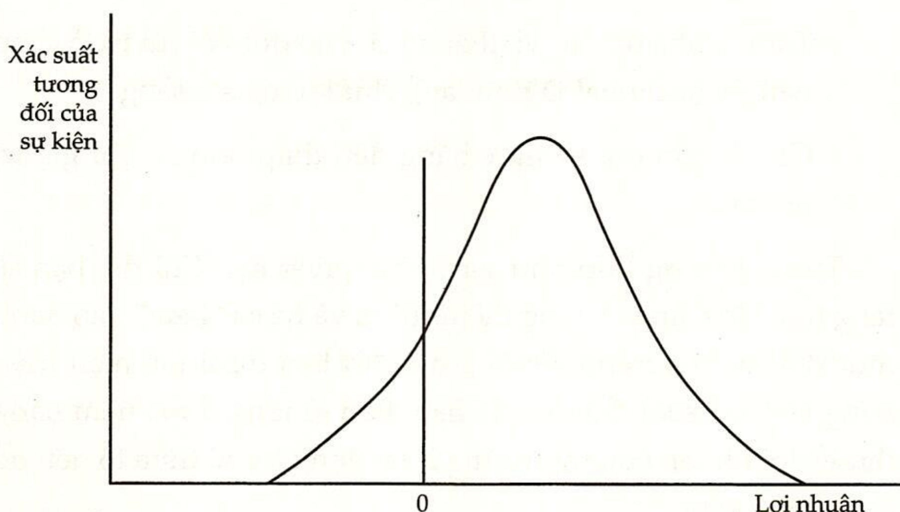
- **May mắn**: những điều sẽ xảy ra trong trường hợp mà kỹ năng và những nhận định hợp lý không có hiệu quả. Khi đó, sự ngẫu nhiên ảnh hưởng nhiều đến các sự kiện hơn là các quá trình hợp lý, cho dù kết quả đạt được là "may mắn" hay "không may".

Kỹ năng và may mắn là những yếu tố quan trọng quyết định sự thành công của các quyết định quản trị danh mục đầu tư. Khi các nhà đầu tư không có kỹ năng, những quyết định sẽ khó lòng dẫn tới thành công. Thực tế, có một điều được gọi là kỹ năng âm, và với những người nắm giữ kiểu kỹ năng này, thì việc tung đồng xu hoặc tránh không ra quyết định sẽ dẫn đến những kết quả tốt hơn. Và may mắn là một quân bài bất ngờ, nó có thể khiến những quyết định tốt trở thành thất bại và biến những

quyết định tệ trở nên thành công, nhưng chủ yếu chỉ trong ngắn hạn. Trong dài hạn, kỹ năng mới là yếu tố quyết định.

Một phần của sự thức tỉnh tại Ấn Độ của tôi - xuất phát từ những suy nghĩ của tôi ở Trung Quốc - liên quan đến sự phân tách giữa lựa chọn và định vị, cũng như cách mà kỹ năng ảnh hưởng đến kết quả của hai hoạt động đó.

Một thị trường sẽ diễn ra theo cách nó phải diễn ra. Một vài kết quả sẽ là kết quả của các sự kiện kinh tế và khả năng sinh lời của các công ty, một vài kết quả được quyết định bởi tâm lý của nhà đầu tư và hành vi sau đó của họ; và một vài kết quả thì được quyết định bởi sự ngẫu nhiên hoặc may mắn. Chúng ta có thể có một vài ý tưởng về những gì sẽ xuất hiện ở tương lai, xét về hiệu suất của thị trường. Các ý tưởng đó có thể được dựa trên những căn cứ mạnh mẽ hoặc còn khiếm khuyết, và kết quả cuối cùng của chúng có thể đúng hoặc sai. Nhưng hãy coi hiệu suất của thị trường trong tương lai - bất kể nó như thế nào, bất kể ta có thể biết được nó hay không - là điểm khởi đầu để ta thảo luận. Ở đây, ta bộc lộ kỳ vọng thông thường về hành vi của thị trường dưới dạng đồ thị phân phối xác suất.



Đây là điểm bắt đầu, vạch chuẩn, hoặc tấm vải trắng để hình thành hành động của nhà đầu tư. Câu hỏi là liệu anh ấy có kỹ năng cần thiết để nâng cao hiệu suất của thị trường thông qua các quyết định đầu tư chủ động, hay anh ấy nên từ bỏ và thay vào đó là đầu tư một cách thụ động, chấp nhận nương theo hiệu suất của thị trường.

Tôi đã đề cập ở trên hai cách chính để một nhà đầu tư có thể tăng thêm lợi nhuận: định vị chu kỳ và lựa chọn tài sản. Tôi sẽ bắt đầu bằng cách đi sâu vào cách đầu tiên.

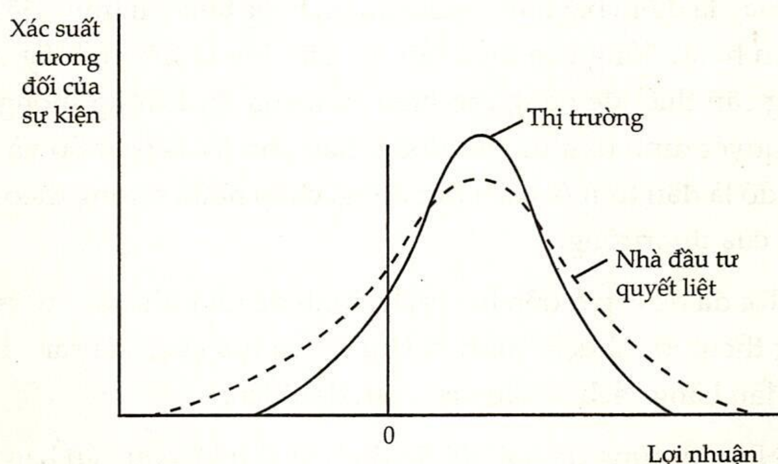
Như tôi cũng đã nói, tôi tin định vị chu kỳ chủ yếu bao gồm việc chọn lựa giữa quyết liệt và thận trọng: tăng hoặc giảm mức độ tiếp xúc với các biến động của thị trường.

Giả sử bạn kết luận rằng mình đang ở trong một môi trường thuận lợi:

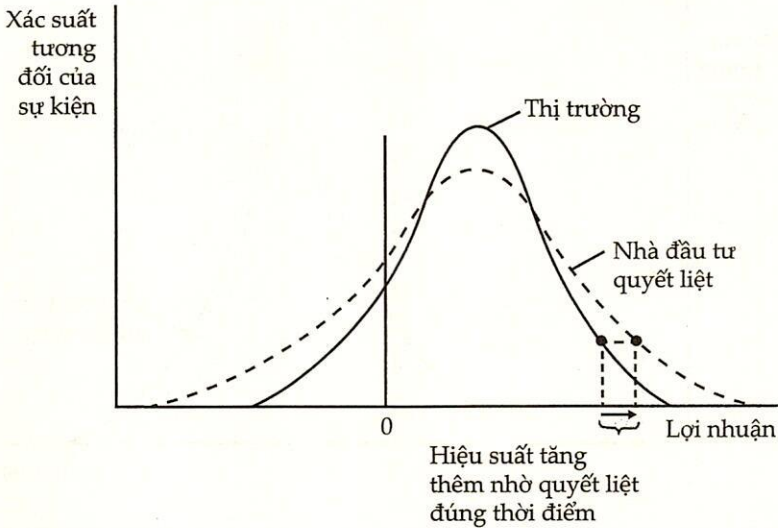
- Chu kỳ kinh tế và chu kỳ lợi nhuận đang trong giai đoạn tăng và/hoặc có khả năng đáp ứng hoặc vượt quá kỳ vọng của mọi người.

- Tâm lý nhà đầu tư và thái độ của họ đối với rủi ro là chán nản (hoặc ít nhất là tỉnh táo), chứ không sốt sắng.
- Giá tài sản đạt từ mức bằng đến thấp hơn so với giá trị nội tại.

Trong trường hợp như vậy, hãy quyết liệt. Khi đó, bạn sẽ tăng mức độ cam kết, tăng thêm rủi ro và hệ số "beta" vào danh mục đầu tư của mình. Đường nét đứt bên dưới thể hiện triển vọng về hiệu suất đầu tư của bạn. Bạn sẽ tăng được tiềm năng thu về lợi nhuận nếu thị trường hoạt động tốt *và* thua lỗ nếu nó hoạt động kém.

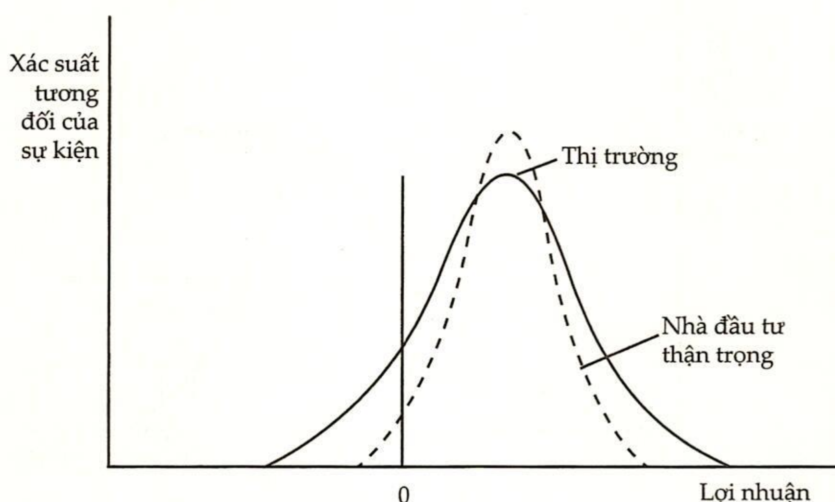


Nếu những đánh giá của bạn được xác thực bởi sự đi lên của thị trường, thì danh mục đầu tư đang ở vị thế quyết liệt của bạn - cùng với mức nhạy cảm với thị trường được gia tăng của nó - sẽ còn lên cao hơn nữa, thậm chí sẽ giúp bạn trở thành một nhà đầu tư vượt hiệu suất như trong hình dưới đây:

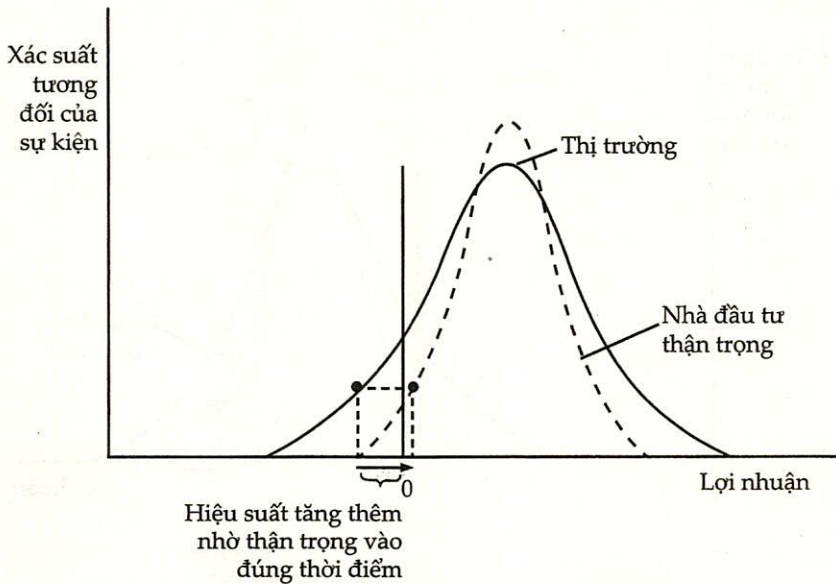


Công thức để thành công ở đây bao gồm (a) những phân tích thận trọng về vị trí của thị trường trong chu kỳ của nó, (b) sự quyết liệt được nâng cao, và (c) các đánh giá được chứng minh là chính xác. Những điều này có thể được tóm tắt thành "kỹ năng" hoặc hệ số "alpha" khi định vị chu kỳ. Tất nhiên, mục (c) - được chứng minh là chính xác - không phải là một vấn đề nằm trong tầm kiểm soát của bất kỳ ai, đặc biệt là khi thị trường phải chịu tác động của sự ngẫu nhiên ở một mức độ nào đó. Vì vậy, việc được chứng minh là chính xác sẽ không xảy ra mọi lúc, ngay cả khi các đánh giá được đưa ra bởi những nhà đầu tư giàu kỹ năng biết lý giải tốt các hiện tượng.

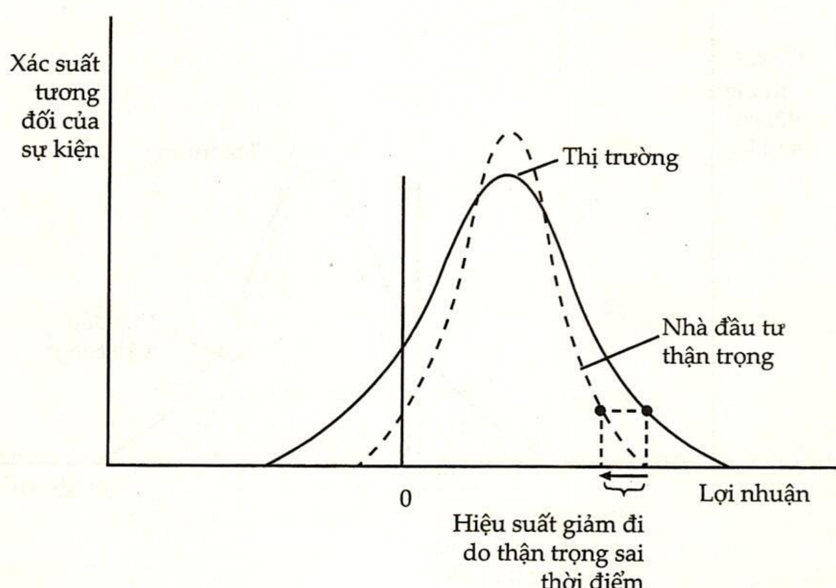
Mặt khác, những phân tích của bạn có thể cho bạn biết chu kỳ đang không ở vị trí tốt - nền kinh tế hoạt động uể oải, tâm lý lạc quan quá mức và giá tài sản cũng vậy - có nghĩa là bạn nên có xu hướng thận trọng. Trong trường hợp đó, bạn nên rút bớt vốn khỏi cuộc chơi và giảm rủi ro có trong danh mục đầu tư theo đồ thị tiếp theo.



Bây giờ, bạn đã cắt giảm hệ số beta của mình và chuẩn bị cho khoảng thời gian tồi tệ. Nếu bạn nhận định đúng về chu kỳ, hiệu suất thị trường sẽ bị dịch chuyển từ phía bên trái của phân phối xác suất, và vị thế thận trọng của bạn sẽ giúp bạn vượt trội hơn so với thị trường, thua lỗ ít hơn – điều một lần nữa được thể hiện bởi đường nét đứt trong đồ thị sau đây. Danh mục đầu tư của bạn, do thận trọng, đã ít phải tiếp xúc với những biến động của thị trường, và do đó trở nên phù hợp với một thị trường hoạt động kém:



Tất nhiên không phải tất cả mọi người đều có những hiểu biết vượt trội về chu kỳ, do vậy không phải mọi nỗ lực định vị chu kỳ đều sẽ thành công. Đồ thị dưới đây thể hiện việc một nhà đầu tư thiếu kỹ năng về định vị chu kỳ đã quyết định trở nên thận trọng và cắt giảm tiếp xúc với thị trường. Nếu những điều bất ngờ của thị trường lại diễn ra theo chiều hướng tốt, anh ta hóa ra lại sai lầm và các hoạt động đầu tư của anh trở nên kém hiệu quả.



Ở chương đầu tiên, tôi đã giới thiệu khái niệm "những xu hướng". Triển vọng về thị trường nên được xem xét thông qua một phân phối xác suất, và sự phân phối đó - nếu được xây dựng một cách chính xác - sẽ giúp bạn cảm giác được xu hướng nào có khả năng xảy ra. Sự chuyển động của thị trường trong chu kỳ sẽ định vị lại phân phối, và do vậy ảnh hưởng đến xu hướng có khả năng xảy ra trong tương lai, như tôi đã trình bày ở trang 276-278.

Khi thị trường đang ở mức thấp trong chu kỳ, lợi nhuận có khả năng cao hơn thông thường và việc thua lỗ ít có khả năng xảy ra hơn. Điều trái ngược lại sẽ đúng khi thị trường đang ở mức cao trong chu kỳ. Định vị các chuyển động - dựa trên nơi mà bạn tin rằng thị trường đang đứng trong chu kỳ của nó - sẽ giúp bạn có thể chuẩn bị tốt hơn cho danh mục đầu tư trước các sự kiện đang chờ phía trước. Dù bạn luôn luôn có thể kém may mắn khi đứng trước mối quan hệ giữa những điều hợp lý nên

xảy ra và những điều xảy ra trong thực tế, thì việc có các quyết định định vị tốt vẫn có thể làm tăng cơ hội để xu hướng của thị trường - cũng như cơ hội để đạt được hiệu suất vượt trội - đứng về phía bạn.

Vào năm 1977, thành phố New York đã phải chứng kiến một chuỗi những vụ giết người tại con hẻm tình nhân, thủ phạm là kẻ giết người hàng loạt được gọi là "con trai của Sam". Vào năm 2014, tôi đã đọc bản cáo phó của Timothy Dowd, thám tử đã bắt được hắn ta. Tôi rất thích phần trích dẫn lời Dowd nói về công việc của mình, đó là anh phải "chuẩn bị để may mắn". Vì tôi nghĩ tương lai là một điều gì đó mơ hồ và phụ thuộc rất nhiều vào sự ngẫu nhiên, tôi cho rằng trích dẫn trên là cách tuyệt vời để nghĩ về tương lai. Mặc dù nghe có vẻ như tôi đang ủng hộ việc đầu tư thụ động và phó mặc cho số phận, thì sự thật là dẫu các nhà đầu tư vượt trội có sở hữu những phân phối lệch chuẩn thuận lợi, nó vẫn không hoàn hảo. Họ vẫn cần những kết quả ủng hộ cho mình: Họ cần rút được tấm vé độc đắc khi chơi xổ số.

Một trong những cách tốt nhất để tận hưởng sự phân phối lệch chuẩn về kết quả - điều tạo nên những nhà đầu tư vượt trội - là hướng xu thế của thị trường nghiêng về phía bạn. Kết quả cuối cùng sẽ không bao giờ nằm trong tầm kiểm soát của bạn, nhưng nếu bạn đầu tư khi xu hướng thị trường đang thiên về những điều kiện thuận lợi, thì bạn sẽ được gió đẩy từ sau lưng; còn nếu xu hướng thiên về những điều kiện bất lợi, điều ngược lại sẽ xảy ra. Phân tích khéo léo về các chu kỳ có thể giúp bạn hiểu rõ hơn về các xu hướng có khả năng xảy ra của thị trường, và từ đó cải thiện được cơ hội định vị chính xác danh mục đầu tư của bạn trong tương lai.



Những điều tiếp theo sẽ hoàn toàn không liên quan đến các chu kỳ, nên nếu đó là tất cả những gì bạn quan tâm, thì bạn không cần phải đọc. Nhưng tôi muốn hoàn thành cuộc thảo luận về những hành động mà các nhà đầu tư có thể tiến hành để cải hiện hiệu suất. Vì vậy, tôi viết về một thành phần khác của hoạt động quản lý danh mục đầu tư: Lựa chọn tài sản.

Lựa chọn tài sản bao gồm xác định thị trường, các phân khúc của thị trường đó và những tài sản sẽ thể hiện tốt hơn hoặc kém hơn so với những tài sản khác, qua đó chúng sẽ chiếm tỷ trọng cao hơn hay ít đi trong danh mục đầu tư. Giá của một tài sản càng cao so với giá trị nội tại, ta càng không nên đầu tư vào nó (khi các điều kiện khác đều như nhau) và ngược lại. Trong khía cạnh này, điều kiện quan trọng để đạt hiệu suất vượt trội là có những hiểu biết trên mức trung bình về giá trị nội tại của tài sản, khả năng giá trị đó thay đổi trong tương lai và mối quan hệ giữa giá trị nội tại và mức giá hiện có của thị trường.

Tất cả các nhà đầu tư quan tâm đến một tài sản nhất định sẽ có (hoặc nên có) những quan điểm về giá trị nội tại của nó. Giá thị trường của tài sản phản ánh sự đồng thuận của những quan điểm đó, có nghĩa là các nhà đầu tư cùng nhau đưa ra mức giá. Đó là mức giá mà người mua và người bán đồng ý giao dịch. Những người mua sẽ mua bởi họ nghĩ đầu tư ở mức giá hiện tại là thông minh, và những người bán có thể bán bởi họ nghĩ tài sản đã đạt đến mức giá chuẩn hoặc đã vượt quá mức đó. Chúng ta biết những gì về tính chính xác của những quan điểm này?

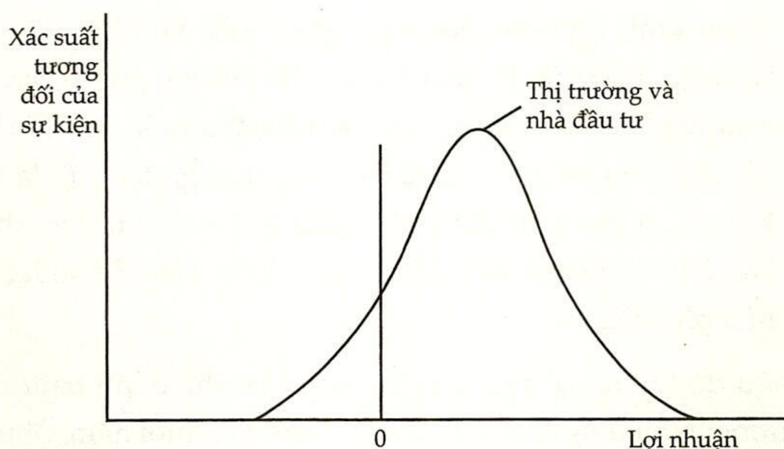
- **Theo lý thuyết**: Học thuyết thị trường hiệu quả khẳng định rằng tất cả các thông tin sẵn có đều đã kết hợp lại để định giá "một cách hiệu quả", vì vậy giá tài sản đạt mức hợp lý và các nhà đầu tư không thể "đánh bại thị trường" thông qua lựa chọn tài sản.
- **Xét về tính hợp lý**: Những điều chúng ta đang nói là khả năng đưa ra những phán đoán tốt hơn so với những nhà đầu tư trung bình, và từ đó đạt được hiệu suất trên mức trung bình. Tuy nhiên, một điều chúng ta biết chắc chắn là nhìn chung, tất cả nhà đầu tư đều ở mức trung bình. Vì vậy, hợp lý mà nói, không phải ai cũng có thể đưa ra các phán đoán trên mức trung bình.
- **Theo kinh nghiệm:** Những nghiên cứu về hiệu suất chỉ ra rằng chỉ có rất ít các nhà đầu tư thường xuyên đưa ra những phán đoán đúng hơn các nhà đầu tư khác. Hầu hết các nhà đầu tư thể hiện tệ hơn thị trường, đặc biệt là sau khi trừ đi phí giao dịch, phí quản lý và các phí tổn khác. Đó là lý do vì sao việc đầu tư thụ động theo chỉ số lại trở nên phổ biến.

Điều đó không có nghĩa là không ai có thể đánh bại được thị trường. Nhiều người đã làm được như vậy mỗi năm, nhưng thường có rất nhiều người chỉ thành công nhờ ngẫu nhiên. Nằm ngoài sự ngẫu nhiên, chỉ có ít người thường xuyên đạt kết quả tốt hơn trung bình và một số người trong số họ đã trở nên nổi tiếng. Thành phần quan trọng – sự hiểu biết vượt trội về giá trị nội tại – là điều đã mang lại cho họ khả năng đó. Tôi gọi đó là "tư duy cấp độ hai": khả năng có những suy nghĩ khác biệt và tốt hơn so với đám đông.

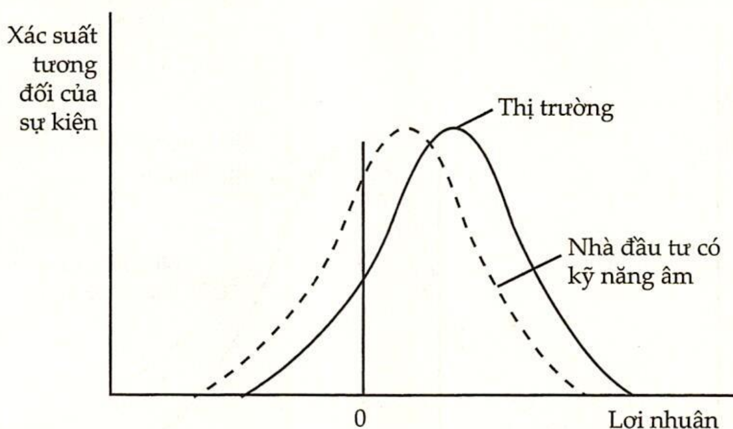
Điểm mấu chốt là những nhà đầu tư vượt trội - những người có khả năng tư duy cấp độ hai - là các cá nhân có thể lựa chọn nhiều tài sản thể hiện tốt hơn so với các tài sản thể hiện kém, và do đó đầu tư nhiều hơn vào những tài sản tốt và ít đi vào những tài sản kém. Công thức để lựa chọn tài sản vượt trội đơn giản như vậy thôi.

Vậy dấu hiệu đặc biệt của sự vượt trội là gì? Những kết quả bất đối xứng.

Những nhà đầu tư không có kỹ năng lựa chọn sẽ có tỷ lệ chọn tài sản tốt ngang bằng với tài sản kém. Vì vậy anh ta sẽ thể hiện tốt khi thị trường tốt, và thể hiện kém khi thị trường kém:

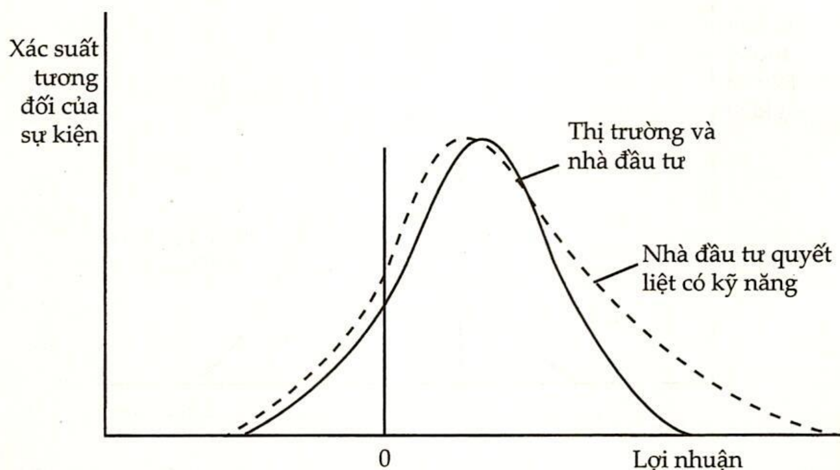


Một nhà đầu tư với kỹ năng lựa chọn tài sản âm sẽ có tỷ lệ chọn tài sản thua lỗ cao hơn tài sản thu lợi và do vậy, anh ta có hiệu suất kém hơn so với thị trường, trong cả hai trường hợp thị trường đi lên và đi xuống. Nói cách khác, phân phối xác suất của anh ta sẽ dịch về phía bên trái của phân phối thị trường:

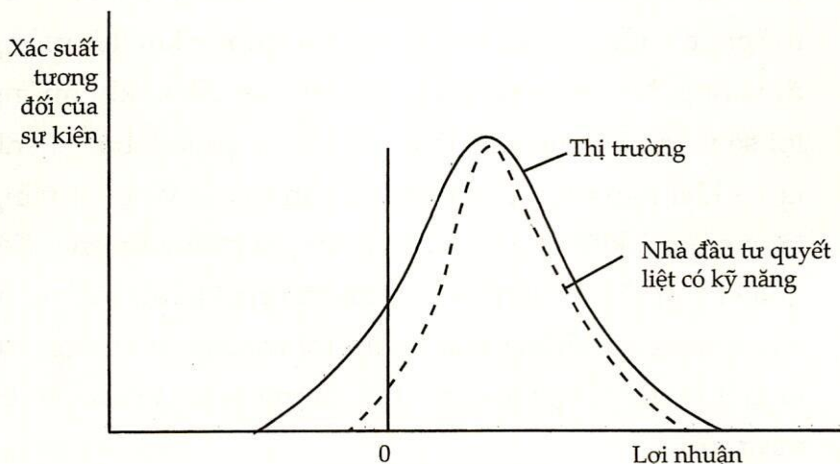


Nhưng những người lựa chọn tài sản khéo léo có tỷ lệ tài sản thu lợi trên thua lỗ tốt hơn so với thị trường. Anh ta có thể đầu tư nhiều hơn vào những tài sản chiến thắng của mình hơn là những tài sản thua cuộc, và mức độ thành công của những tài sản chiến thắng sẽ lớn hơn mức thất bát của những tài sản thua cuộc.

- Cổ phần của một nhà đầu tư theo xu hướng quyết liệt - những người có khả năng đưa ra những lựa chọn vượt trội - sẽ vượt trên thị trường khi thị trường đi lên, và có thể giảm xuống nhiều hơn so với thị trường khi thị trường đi xuống. Nhưng biên độ vượt trội của anh ta khi hưởng lợi sẽ vượt quá mức độ thất bát khi đi xuống, bởi vì anh ta có khả năng lựa chọn các tài sản mang về tiềm năng tăng giá mà không gây rủi ro giảm giá tương đương. Kết quả là anh sẽ thể hiện tốt hơn thị trường khi thị trường đi lên, nhưng lại không quá tệ khi thị trường đi xuống. Đó là một ví dụ về sự bất cân xứng chứng tỏ ai là nhà đầu tư vượt trội:

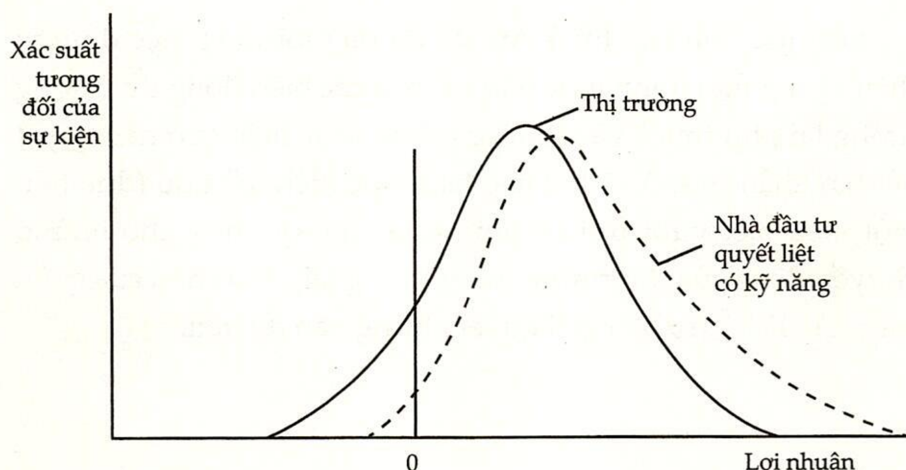


- Tương tự như vậy, ở các nhà đầu tư theo xu hướng thận trọng, nếu họ có kỹ năng lựa chọn tài sản vượt trội thì sẽ thể hiện tốt hơn so với thị trường khi thị trường đi xuống, và kỹ năng lựa chọn sẽ giúp anh ta không thể hiện kém hơn khi thị trường đi lên. Kỹ năng lựa chọn tài sản cho phép anh tìm ra những tài sản an toàn mà sự thể hiện của chúng trong thời kỳ đi lên sẽ bất cân đối với rủi ro khi đi xuống của chúng. Nó cũng cho anh một phân phối bất đối xứng:



Cả hai nhà đầu tư sở hữu kỹ năng lựa chọn tài sản vượt trội - một người theo xu hướng quyết liệt và một người theo xu hướng thận trọng - đều thể hiện một sự bất cân xứng so với thị trường. Khi đó, cả hai người đều có phân phối hiệu suất thiên về hướng thuận lợi. Cả hai đều có tiềm năng thu lợi bất cân đối với rủi ro thua lỗ (mặc dù theo những cách khác nhau). Đó là cách hệ số alpha trong việc lựa chọn tài sản được bộc lộ.

Cuối cùng, nhà đầu tư không theo xu hướng quyết liệt và cũng không theo xu hướng thận trọng - nhưng lại sở hữu cả hai kỹ năng định vị chu kỳ và lựa chọn tài sản - sẽ có thể điều chỉnh chính xác mức độ tiếp xúc với thị trường vào đúng thời điểm *và* có hiệu suất bất đối xứng xuất phát từ tỷ lệ tài sản thành công trên thất bại tốt-hơn-trung-bình. Đây chính là điều tốt nhất thế giới có thể xảy ra.



Gần như tất cả mọi người đều có thể kiếm tiền khi thị trường tăng và bị mất tiền khi thị trường giảm, và gần như tất cả mọi người đều có tỷ lệ tài sản thắng cuộc và thua cuộc giống như mức chung của thị trường. Cần phải có kỹ năng vượt trội để cải

thiện những khía cạnh trên và tạo ra sự bất đối xứng – biểu hiện của các nhà đầu tư vượt trội.

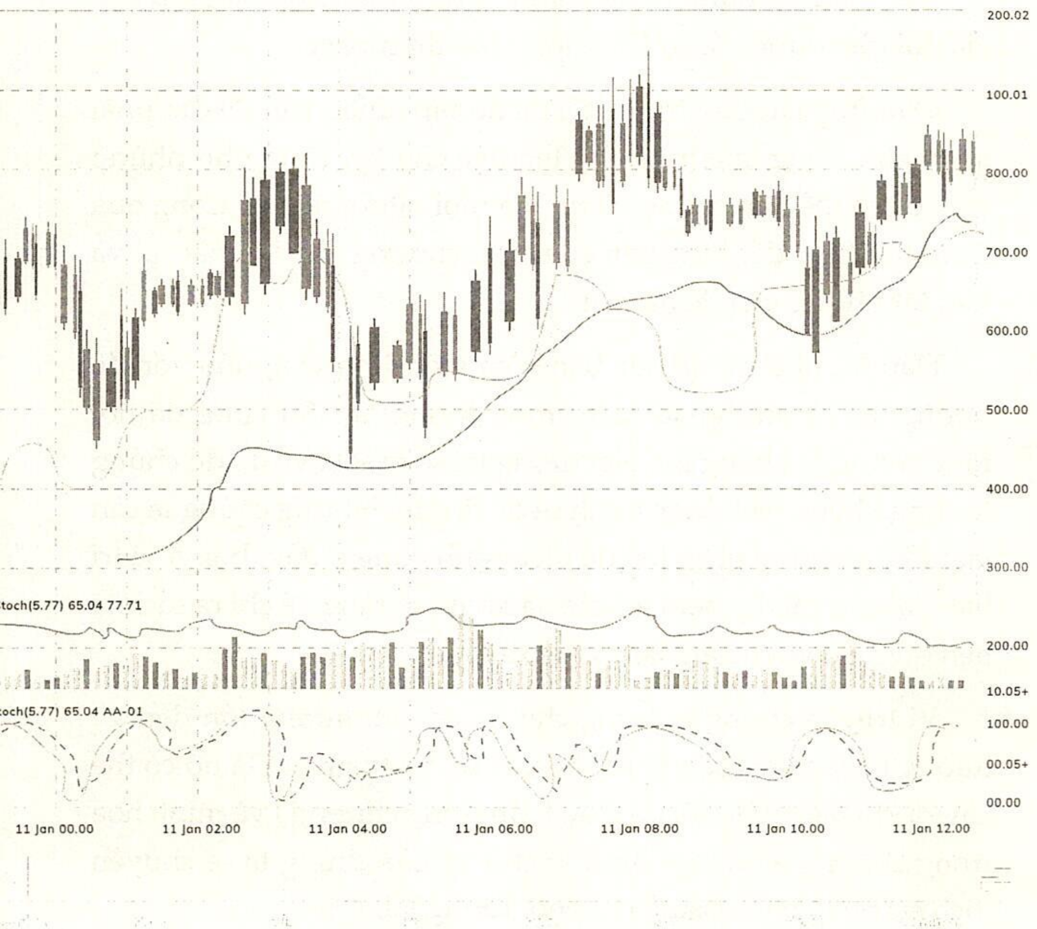
Hãy chú ý rằng trong thảo luận này, tôi đã tách biệt kỹ năng định vị chu kỳ khỏi kỹ năng lựa chọn tài sản. Sự phân chia này có phần không tự nhiên. Tôi làm vậy để mô tả hai yếu tố ảnh hưởng đến hiệu suất, nhưng rất nhiều nhà đầu tư tuyệt vời có cả hai, và hầu hết những nhà đầu tư còn lại không có kỹ năng nào. Các nhà đầu tư có cả hai kỹ năng sẽ có nhận thức tốt hơn về các xu hướng của thị trường *và* có thể kết hợp các danh mục đầu tư thích hợp hơn cho môi trường thị trường có khả năng diễn ra trong tương lai, xét về mặt tỷ lệ tài sản thu lợi trên tài sản thua lỗ. Đó là những điều khiến họ trở nên tuyệt vời… và hiếm gặp.



Sự thức tỉnh của tôi ở Ấn Độ đã dạy tôi rằng việc định vị thành công một danh mục đầu tư theo các biến động thị trường tương lai phụ thuộc vào những gì bạn thực hiện (trở nên quyết liệt hay thận trọng) và khi nào bạn thực hiện điều đó (dựa trên một hiểu biết vượt trội về những gì chu kỳ gợi ý cho những chuyển động của thị trường trong tương lai). Mục tiêu của cuốn sách này là hỗ trợ bạn giải quyết những vấn đề trên.

15

NHỮNG GIỚI HẠN CỦA ĐỐI PHÓ



Theo quan điểm của tôi, hoàn toàn hợp lý khi cố gắng cải thiện kết quả đầu tư dài hạn bằng cách thay đổi định vị trên cơ sở thấu hiểu chu kỳ thị trường. Nhưng một điều thiết yếu khác phải nắm được là những giới hạn, cũng như những kỹ năng cần thiết và những khó khăn của việc thấu hiểu chu kỳ thị trường.

Tôi viết cuốn sách này để có cơ hội tóm tắt lại những hiểu biết của bản thân về chu kỳ, và bởi vì tôi thích viết lách, nhưng lý do chính - như tôi đã nói - là giúp độc giả đối phó được với sự lên xuống của thị trường.

Ở những chương trước, tôi đã đề cập nhiều vấn đề cần phải quan tâm trong quá trình tìm hiểu về chu kỳ, cũng như những biến cố có thể hạn chế sự tự tin mà mọi người nên có trong quá trình tìm hiểu đó. Mục tiêu của tôi ở chương này là nhắc lại và tóm tắt những vấn đề đã nêu.

Đầu tư, như tôi đã nói, bao gồm việc định vị nguồn vốn để hưởng lợi từ những sự kiện trong tương lai. Tôi cũng đã nói rằng chúng ta không thể biết tương lai sẽ ra sao, và do đó chúng ta cũng không biết được mình sẽ đi về đâu. Nhưng chúng ta cần làm tất cả những gì có thể để biết mình đang ở đâu, bởi vì vị trí hiện tại của chu kỳ đem tới các dấu hiệu rõ ràng để chỉ ra cách ta nên đối phó với tương lai có thể xảy ra.

Vị trí của chúng ta trong chu kỳ có ảnh hưởng lớn đến xu hướng tương lai: điều gì có thể xảy ra, và thậm chí là nó có thể xảy ra khi nào. Như tôi đã thảo luận trong chương I và minh hoạ trong chương XIV, việc định vị chu kỳ của chúng ta sẽ chuyển dịch sự phân bố xác suất chi phối tương lai.

Rất nhiều điều có thể xảy ra. Chúng ta biết mình phải đối mặt với sự không chắc chắn và rủi ro. Tất cả những gì chúng ta

biết về tương lai – điều tốt nhất có thể biết – là các xác suất sẽ như thế nào. Biết được các xác suất có thể giúp chúng ta nhận biết được chính xác hơn người khác khi xét trung bình. Nhưng cần phải lưu ý rằng việc nắm bắt được xác suất khác xa với việc biết chính xác điều gì sẽ xảy ra.

Chúng ta nhìn chung không có lựa chọn nào khác ngoài hài lòng với việc chỉ biết được các xác suất. Nhưng kết quả (ví dụ như mức tăng trưởng GDP hằng năm hay lợi nhuận trong năm sau của mỗi cổ phiếu) thường bị hạn chế trong quan sát của mỗi cá nhân – hay trải nghiệm của cá nhân – có nghĩa là rất nhiều điều có thể xảy ra nhưng thực tế chỉ có một thứ xảy ra. Sẽ không có đủ quan sát để ta cho rằng thực tế xảy ra trong tương lai là điều có xác suất cao nhất... và chắc chắn điều có khả năng diễn ra nhất sẽ không xảy ra sớm.

Ví dụ, hãy xem xét sự điều chỉnh của bong bóng – thứ được thúc đẩy bởi sự hưng phấn. Theo lý thuyết, bong bóng đó không nhất thiết phải xảy ra. Nhưng thực tế của chu kỳ cho thấy (a) cuối cùng nó sẽ xảy ra, và (b) rất nhiều thời gian trôi qua mà nó vẫn không xảy ra. Chu kỳ đi lên càng lâu, sự điều chỉnh được kỳ vọng càng có khả năng xảy ra (và thường sẽ càng sớm xảy ra).

Tất nhiên, càng nhiều thời gian trôi qua trước khi sự kiện hợp lý này xảy ra - và chu kỳ ngày càng dao động theo hướng đi lên - thì sẽ càng có nhiều người kết luận rằng các quy luật của chu kỳ đã bị ngưng trệ theo một cách nào đó và việc kêu-gọi-điều-chỉnh sẽ *không bao giờ* xảy ra. Điều này dẫn đến xu hướng mua mà chúng ta đã thấy ở năm 2000, và cuối cùng là gây ra hậu quả cực kỳ đau đớn.

Chúng ta phải bảo đảm an toàn cho danh mục đầu tư (và công việc quản lý danh mục đầu tư của mình) khỏi những mối nguy hiểm phát sinh từ thực tế rằng điều có nhiều khả năng xảy ra nhất – điều mà sự hiểu biết của chúng ta về chu kỳ có thể nói cho ta biết – có thể sẽ không xảy ra cho tới rất lâu sau. Và chúng ta phải vững vàng về mặt cảm xúc để có thể sống qua quãng thời gian "trễ" có thể kéo dài, trước khi có được những kết luận hợp lý và biết chắc rằng chúng chính xác.



Vậy hãy thử nhìn lại lịch sử. Giữa những năm 1990, thị trường phát triển nhanh và phân khúc công nghệ tăng vượt bậc đã mang đến cơ hội cho những nhà đầu tư bảo thủ, họ kết luận rằng cổ phiếu đang được định giá quá cao. Lý do có thể rất vững chắc – dựa vào việc diễn giải hiệu quả những dữ liệu liên quan – và sự cảnh giác có thể rất mạnh mẽ. Tuy nhiên, có thể phải mất nhiều năm để thị trường chứng minh rằng những nhà đầu tư này đã đúng, như một trong những câu nói quan trọng nhất trong ngành đầu tư: "Không thể phân biệt được việc đi trước thời đại quá xa với việc hành động sai lầm." Thực tế là những kết luận rất có cơ sở của họ có thể không mang về mấy kết quả tốt đẹp. Trước khi sự điều chỉnh năm 2000-2002 diễn ra, họ có thể đã mất rất nhiều vốn vì sự quản lý của mình.

Tuy nhiên, trí tuệ khôn ngoan đã dẫn lối các nhà đầu tư đến những kết luận của họ, cùng với niềm tin cao độ, có thể cho phép họ giữ vững quan điểm của mình. Hy vọng rằng họ đã giữ được thái độ cảnh giác thay vì đầu hàng và mua vào với giá cao hơn. Nếu như vậy, họ sẽ được chứng minh là hành động chính

xác sau một vài năm và phục hồi được danh tiếng và tài sản. Nhưng giai đoạn chuyển tiếp mà họ phải trải qua chắc hẳn sẽ rất khó khăn.

Tiến nhanh đến hiện tại và mọi điều vẫn như vậy. Các nhà đầu tư thận trọng đã được cho một cơ hội khác để kết luận rằng cổ phiếu Mỹ đã quá nóng, nên họ giảm cổ phần và bỏ lỡ mất lợi nhuận lớn. Những khách hàng có thể lại phải đứng ra bảo lãnh, và tài sản của những công ty thận trọng có thể sẽ bị thu hẹp (trong một thị trường đi lên).

Liệu sự thận trọng có một lần nữa trở thành điều chính đáng? Liệu các sự kiện tương lai có chứng minh nó là điều phù hợp? Liệu sự điều chỉnh có xảy ra đủ sớm để các nhà đầu tư thận trọng có thể tận hưởng những lợi ích từ việc phán đoán đúng? Liệu các nhà đầu tư có bị coi là "gấu vĩnh viễn"[1], những người hiếm lắm mới được hưởng lợi một cách may mắn khi thị trường đi xuống? Hay họ sẽ được coi như những chiến thuật gia tài giỏi, những người đúng về nguyên tắc, nhưng bao lâu nay lại bị cản trở bởi sự không chắc chắn của các yếu tố nhân quả trong thế giới đầu tư? Những câu hỏi này về cơ bản không thể trả lời được. Nhưng điều quan trọng nhất mà các độc giả cần ghi chú lại là bài học mấu chốt sau đây: Việc định vị các chu kỳ là không hề dễ dàng.



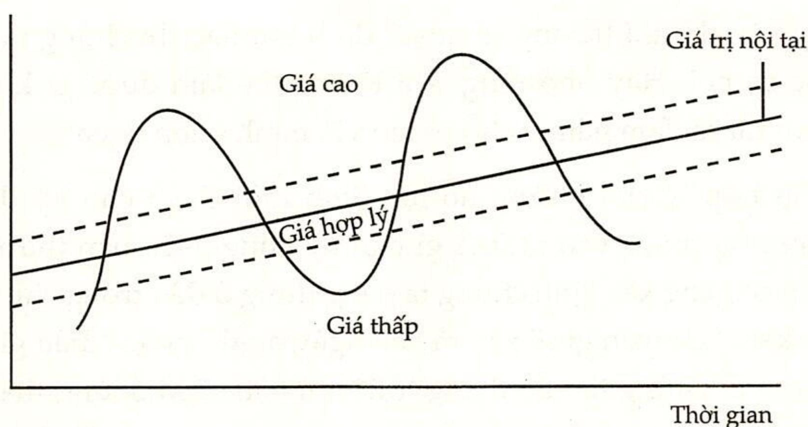
Theo quan điểm của tôi, hoàn toàn hợp lý khi cố gắng cải thiện kết quả đầu tư dài hạn bằng cách thay đổi định vị trên cơ

[1] Từ gốc là "perma-bear", chỉ những nhà đầu tư luôn cho rằng giá của cổ phiếu sẽ giảm.

sở thấu hiểu chu kỳ thị trường. Nhưng một điều thiết yếu khác phải nắm được là những giới hạn, cũng như những kỹ năng cần thiết và những khó khăn của việc thấu hiểu chu kỳ thị trường.

Một điều quan trọng nữa, tôi muốn mọi người chú ý đến một sự thật hiển nhiên, rằng thay vì những dao động hằng ngày của thị trường, thì những ví dụ cụ thể mà tôi đã đưa ra trong chương XII đều liên quan đến các cực điểm mang tính chu kỳ xảy ra "một lần trong đời" (hiện nay, những điều mà dường như xảy ra một lần trong một thập kỷ). Đầu tiên, những cực điểm của bong bóng và đổ vỡ - cụ thể là quá trình dẫn tới các cực điểm đó - chủ yếu đã minh họa rõ ràng hoạt động thực tế của chu kỳ và cách phản ứng với nó. Thứ hai, chính vào lúc đối phó với những cực điểm dễ nhận thấy, chúng ta nên kỳ vọng thành công sẽ có khả năng xảy ra cao nhất.

Dưới đây là cách tôi nghĩ về các tác động của những chuyển động thị trường, trong môi trường đầu tư mà chúng ta đang hoạt động. Nó đưa ra một cách nhìn đã được đơn giản hóa và gợi nên một thế giới có thể dễ dàng nhận biết và có tính đều đặn hơn nhiều so với thế giới thực. Nhưng phương pháp này đã giúp ích cho tôi trong nhiều thập kỷ với tư cách một mô hình tổng quát, khiến ta không phải cố gắng hiểu thế giới đầu tư theo một chuỗi các sự kiện bất quy tắc, lên xuống lung tung.



Giữa hai thái cực "giá cao" và "giá thấp" – tức khi chu kỳ ở khu vực giữa mang tên "giá hợp lý" – thì mối quan hệ giữa giá và giá trị không thể thấy rõ như khi chu kỳ đạt cực điểm. Kết quả là:

- Rất khó để phân biệt được chúng một cách thường xuyên và chính xác.
- Do vậy, sự khác biệt ở khu vực giữa không có khả năng sinh lời cao như khi ở các cực điểm, và không thể kỳ vọng những khác biệt này có thể tạo ra kết quả đáng tin cậy.

Việc phát hiện và khai thác các cực điểm thực sự là điều tốt nhất mà ta hy vọng có thể làm được. Và tôi tin chắc chúng ta có thể làm được việc đó - nếu bạn có khả năng phân tích, có những cái nhìn chuyên sâu, có kinh nghiệm (hoặc hiểu biết về lịch sử) và không bị cảm xúc chi phối. Tuy nhiên, điều đó có nghĩa là bạn không nên mong đợi mình sẽ đạt được những kết quả thu về lợi nhuận hằng ngày, hằng tháng, hoặc thậm chí hằng năm.

Chúng ta không thể tạo ra những cơ hội tuyệt vời để "định thời điểm" của thị trường thông qua hiểu biết của ta về chu kỳ.

Thay vào đó, thị trường sẽ quyết định khi nào thì chúng ta có được cơ hội. Hãy nhớ rằng, khi không thể làm được gì khôn ngoan thì sai lầm nằm ở chỗ cố tỏ ra là mình khôn ngoan.

Sự hợp lý của những nỗ lực định thời điểm chu kỳ đơn thuần phụ thuộc vào những gì bạn kỳ vọng. Nếu bạn thường xuyên cố gắng xác định chúng ta đang đứng ở đâu trong chu kỳ theo kiểu "chuyện gì sẽ xảy ra vào ngày mai?" hoặc "điều gì sẽ xảy ra với chúng ta vào tháng tới?" thì bạn sẽ khó lòng thành công. Tôi mô tả nỗ lực kiểu đó là "cố tỏ ra sắc sảo". Không ai có thể phân biệt tinh tế như vậy đủ thường xuyên hoặc liên tục chính xác để tạo thêm những kết quả đầu tư thiết yếu. Và không ai biết khi nào thì những điều được cho là "có thể xảy ra" sẽ trở thành hiện thực.

Mặt khác, định vị danh mục đầu tư trước các chu kỳ cốt lõi đã góp phần chủ yếu vào sự thành công của Oaktree. Tôi và các đồng nghiệp đã trở nên quyết liệt vào những năm 1990-1993, 2002 và 2008, và chúng tôi đã thận trọng và rút lui vào những năm 1994-1995, 2005-2006, cũng như phần nào thận trọng trong một vài năm gần đây. Chúng tôi đã cố gắng sử dụng chu kỳ làm lợi thế của mình và tăng thêm giá trị cho các khách hàng của chúng tôi. Tôi muốn nói rằng chúng tôi đã định vị khá chính xác vào các thời điểm đó. Ngoài ra, chúng tôi đã không bỏ qua bất cứ cơ hội lớn nào để thực hiện việc định vị.

Cho đến bây giờ, tất cả những kêu gọi lớn để ứng phó với chu kỳ của chúng tôi đều đã được chứng minh là chính xác. Từ "tất cả" dường như ngụ ý đây là một trận chiến mà ta luôn có thể chiến thắng. Nhưng theo ý kiến cá nhân của tôi, "tất cả" chỉ bao gồm bốn hoặc năm lần trong suốt 48 năm. Bằng việc chỉ lên

tiếng khi những cực điểm của chu kỳ đạt mức lớn nhất, tôi đã tối ưu hóa cơ hội hành động chính xác của mình. Không một ai – và chắc chắn không phải tôi – có thể thành công một cách thường xuyên, có lẽ là trừ khi những cực điểm xuất hiện.

Do đó, làm ơn hãy lưu ý – như tôi luôn cố gắng nhắc nhở mọi người – là việc này không hề dễ dàng. Tôi cũng không muốn các độc giả có ấn tượng rằng họ nên nghĩ mọi sự đều dễ dàng và phải thất vọng khi thấy nó không dễ như vậy. Như tôi đã đề cập trong "Trên đi-văng" (tháng 1 năm 2016):

> Tôi muốn khẳng định thật rõ rằng khi tôi đề nghị mọi người thận trọng vào những năm 2006-2007, hoặc tích cực mua vào cuối năm 2008, hoặc tiếp tục thận trọng trở lại vào năm 2012, hoặc quyết liệt hơn phần nào vào đầu năm 2016, thì tôi đã đề nghị như vậy dù rất không chắc chắn. Những kết luận này đến từ những lập luận của tôi, chúng được áp dụng cùng với những lợi thế kinh nghiệm tôi có (cũng như từ sự cộng tác với các đồng nghiệp ở Oaktree), nhưng tôi không bao giờ khẳng định chúng có 100% khả năng đúng, hoặc thậm chí là chỉ 80%. Tất nhiên, tôi nghĩ rằng chúng sẽ đúng, nhưng tôi luôn luôn đưa ra những khuyến nghị của mình cùng với nỗi lo lắng.
>
> Tôi cũng đọc những bài báo giống như mọi người. Tôi cũng nhìn thấy những dữ liệu kinh tế tương tự. Cũng bị vùi dập bởi những chuyển động thị trường y hệt. Cảm xúc của tôi cũng phải chịu tác động từ những yếu tố giống người khác. Có thể tôi có một chút tự tin hơn về những lập luận của mình, và chắc chắn là tôi có nhiều kinh nghiệm hơn hầu hết mọi người. Nhưng điều quan trọng là – dù vì bất cứ lý do gì – tôi có khả năng chống lại cảm xúc của mình và hành động theo những kết luận mình đã đưa ra. Không một kết luận nào của tôi có thể được minh chứng bằng tài liệu hay được chứng tỏ là chính

xác. Nếu có thể, thì gần như mọi người thông minh đều đã đưa ra những kết luận như vậy, và cũng với mức độ tự tin như tôi. Tôi nói với bạn điều này chỉ để đưa ra cảm nhận của mình, là không ai nên sợ rằng không hoàn thành nhiệm vụ chỉ vì không chắc chắn về những kết luận của bản thân. Đây không phải những điều mà ta có thể đạt được sự chắc chắn.

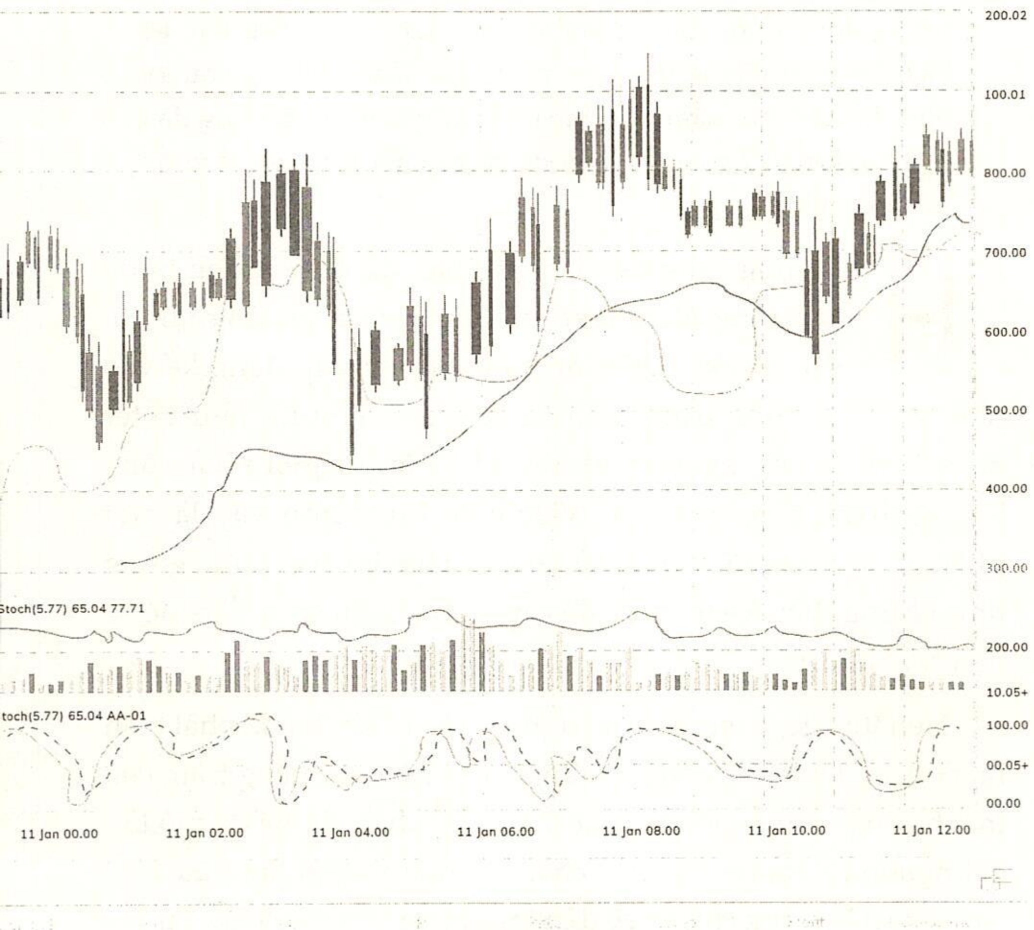
Peter Bernstein đã có những ý kiến rất hữu ích về chủ đề này. Tôi sẽ kết thúc chương bằng quan điểm của ông:

> Sau 28 năm ở vị trí này và 22 năm trước đó ở vị trí quản lý tiền tệ, tôi có thể tổng hợp mọi điều khôn ngoan mà mình đã tích lũy được như sau: Bí quyết là đừng trở thành người lựa chọn những cổ phiếu nóng nhất, nhà dự đoán chính xác nhất, hay người phát triển ra mô hình tài tình nhất - những thành công như vậy chỉ mang tính nhất thời. Bí quyết là phải tồn tại! Để thực hiện bí quyết đó, bạn cần phải có một dạ dày lớn mạnh để tiêu hóa được những sai lầm, bởi chúng ta sẽ mắc sai lầm thường xuyên hơn mình tưởng. Chúng ta không thể biết được tương lai. Nhưng cũng hữu ích khi biết rằng mắc sai lầm là một điều bình thường và không thể tránh khỏi. Nó không phải một thảm họa khủng khiếp, không phải là những thất bại ghê gớm về lập luận, thậm chí cũng không phải là xui xẻo trong hầu hết các trường hợp. Sai lầm xuất phát từ việc hành động những điều mà kết quả của chúng lại phụ thuộc vào một tương lai không ai biết…
>
> (Trích bài viết của Jeff Saut, "Mắc sai lầm nhưng vẫn kiếm được tiền", trên trang Seeking Alpha, đăng ngày 13 tháng 3 năm 2017)

00:01

16

CHU KỲ THÀNH CÔNG



1.27 65⁴ | 1.27 65⁷

Sell | Buy

Một bài học quan trọng - đặc biệt trong một thế giới thông tin và liên kết - là mọi thứ tạo ra những lợi nhuận bất thường đều sẽ hấp dẫn nguồn vốn đầu tư ngày một gia tăng, cho đến khi dư thừa và trở nên mất tính độc lập. Tại thời điểm đó, lợi nhuận tiềm năng được điều chỉnh theo rủi ro sẽ dịch chuyển về hướng trung bình (hoặc xấu đi).

Tương ứng với nó, những gì hoạt động kém trong một khoảng thời gian, cuối cùng sẽ trở nên rất rẻ, do chúng bị mất giá tương đối và nhà đầu tư không còn quan tâm. Điều này lại kích thích để chúng thể hiện vượt trội. Chính những chu kỳ như thế này mới nắm giữ chìa khóa để thành công trong đầu tư, chứ đừng kỳ vọng vào những cái cây mà ta tưởng sẽ vươn tới tận bầu trời.

Hy vọng rằng đến bây giờ bạn đã được trang bị để sẵn sàng nhận biết, đánh giá và phản ứng lại với các chu kỳ. Điều đó có thể đóng góp đáng kể vào những thành công trong đầu tư của bạn. Nhưng như Peter Bernstein đã nói, ngay cả những nhà đầu tư giỏi nhất cũng không thành công mọi lúc. Việc hiểu được như vậy là một phần quan trọng để tồn tại và nỗ lực. Thành công, cũng giống như những điều khác được đề cập trong cuốn sách này, nó sẽ đến rồi lại đi.

Trên thực tế, trong suốt sự nghiệp của mình, tôi đã phát hiện ra một chu kỳ thành công. Ở cấp độ cao hơn, sự thăng trầm của thành công - cũng giống như các chu kỳ khác mà tôi đã mô tả - bắt nguồn từ vai trò của bản chất con người. Một lần nữa, mỗi sự phát triển trong chu kỳ sẽ dẫn tới sự phát triển kế tiếp. Từ lâu tôi đã tin chắc vào những gì mình đã đề cập ở trang 53 - và nó đã được củng cố mạnh mẽ hơn trong suốt 29 năm tôi làm việc

với các khoản nợ xấu và các công ty ở trên bờ vực phá sản - đó là "thành công mang trong mình hạt giống của thất bại, và thất bại là hạt giống của thành công ".

Peter Kaufman, người viết tiểu sử cho Charlie Munger và giám đốc điều hành của Glenair – một công ty xuất sắc trong việc sản xuất các thiết bị của ngành hàng không vũ trụ, đã mô tả hoạt động của chủ nghĩa duy vật biện chứng như sau: "Như mọi hệ thống đều phát triển hướng tới cực điểm hoặc đạt hiệu quả tối đa, chúng cũng sẽ phát triển những mâu thuẫn và điểm yếu nội tại – điều cuối cùng dẫn tới thoái trào và suy tàn" (trích bài tiểu luận thứ 49 của anh: "Ván bập bênh trường cửu", 2010). Điều này đã tóm gọn một quá trình đảm bảo rằng sự thành công sẽ được chứng minh là mang tính chu kỳ.

VAI TRÒ CỦA BẢN CHẤT CON NGƯỜI

Tôi có một cách nói khác, đó là "đối với hầu hết mọi người, thành công không phải điều tốt đẹp". Nói ngắn gọn, thành công có thể thay đổi con người và thường không thay đổi theo hướng tốt lên. Thành công khiến con người nghĩ rằng họ thông minh. Điều đó tốt đẹp trong một chừng mực nhất định, nhưng nó cũng có thể rẽ sang những nhánh tiêu cực. Thành công cũng có xu hướng khiến con người giàu có hơn, và nó có thể làm giảm động lực của họ.

Trong đầu tư, có một mối quan hệ phức tạp giữa sự khiêm tốn và sự tự tin. Bởi những món hời lớn nhất thường được tìm thấy giữa những điều chưa được khám phá hoặc chưa được trân trọng, nên để thành công, một nhà đầu tư phải có đủ tự tin về các phán đoán của mình để nuôi dưỡng điều mà David Swensen

- người đứng đầu cực kỳ thành công của quỹ đầu tư hiệu suất cao trường Yale - mô tả là "những danh mục đầu tư đặc biệt đến khó chịu, có vẻ rất thiếu thận trọng theo quan điểm thông thường" (theo cuốn sách *Pioneering Portfolio Management* [tạm dịch: Quản trị danh mục đầu tư dẫn đầu], xuất bản năm 2000). Theo định nghĩa, giá của những món hời rất có khả năng sẽ xuất hiện cùng với những thứ hay bị bỏ qua theo kiến thức thông thường, điều đó khiến hầu hết các nhà đầu tư cảm thấy khó chịu và khó lòng hiểu thấu đáo giá trị của những tài sản đó. Đầu tư vào chúng đòi hỏi ta phải có sức mạnh nội tại đáng kể.

Mới đầu, khi một trong những định vị không tăng lên như nhà đầu tư mong đợi - hoặc phát triển theo hướng ngược lại - nhà đầu tư phải đủ tự tin để duy trì vị thế của mình hoặc thậm chí tiến vào sâu hơn nữa. Anh ta không thể coi sự đi xuống là tín hiệu chắc chắn "bán". Nói cách khác, thị trường không thể biết rõ hơn anh trong việc đâu là vị thế khiến anh vỡ nợ.

Nhưng mặt khác, các nhà đầu tư cũng phải biết giới hạn của mình và không được cho rằng mình không thể mắc sai lầm. Anh ta phải hiểu rằng không ai biết chắc chắn tương lai vĩ mô sẽ diễn ra như thế nào. Dù anh có thể có những quan điểm về tương lai của nền kinh tế, thị trường và lãi suất thì anh vẫn nên thừa nhận rằng chúng chưa chắc đã chính xác. Đối mặt với những điều trên, anh không nên lúc nào cũng cho rằng anh đúng còn thị trường thì sai – và do vậy anh cứ "ôm" tài sản hoặc mua vào thêm không giới hạn, không kiểm tra lại các bằng chứng và lập luận của mình. Đó chính là sự kiêu ngạo.

Khi thành công được tích lũy, mọi người thường kết luận rằng họ thật quá thông minh. Và sau khi đã kiếm được rất nhiều

tiền trong một thị trường tăng trưởng mạnh, họ quyết định mình đã hoàn toàn làm chủ công việc đầu tư. Họ tin tưởng hơn nữa những quan điểm và bản năng của mình. Việc đầu tư của họ không còn phản ánh mấy sự tự nghi ngờ bản thân, có nghĩa là họ nghĩ ít hơn về nguy cơ xảy ra sai lầm và lo lắng ít hơn về rủi ro thua lỗ. Điều đó có thể khiến họ không còn quan tâm đúng mức đến biên an toàn – điều đã tạo ra những thành công trước đó của họ. Đây là một trong những lý do hình thành nên một trong những câu phát biểu về đầu tư lâu đời và quan trọng nhất: "Đừng nghĩ mình là người thông minh trong một thị trường tăng giá."

Sự thật đơn giản là thành công đem lại rất ít bài học có giá trị. Những người thành công có nguy cơ bỏ qua thực tế rằng họ đã may mắn hoặc họ đã nhận được giúp đỡ từ người khác. Trong đầu tư, sự thành công chỉ mọi người nghĩ rằng kiếm tiền thật dễ dàng và họ không phải lo lắng về rủi ro – hai bài học này đặc biệt nguy hiểm.

Họ có thể kết luận rằng cơ hội nhỏ đem về cho họ chiến thắng lớn sẽ kéo dài vô hạn, điều này gần như không xảy ra. Và rất nhiều người - bao gồm cả những nhà đầu tư đã trở nên nổi tiếng vì một thành công đơn lẻ - kết luận là họ có thể tham gia vào bất kỳ lĩnh vực nào khác: Trí thông minh tạo ra thành công tuyệt đỉnh đầu tiên hẳn sẽ có thể áp dụng rộng rãi.

Các yếu tố giống như vậy khiến sự thành công trong đầu tư khó nhân lên, nghĩa là nó sẽ có tính chu kỳ hơn là diễn ra theo chuỗi. Thực tế, thay vì gợi ý rằng một thành công khác đang đến, một thành công có thể khiến thành công thứ hai ít có khả năng xảy ra hơn. Tôi sẽ trích dẫn Henry Kaufman, nguyên

nhà kinh tế trưởng của Salomon Brothers: "Có hai loại người mất rất nhiều tiền: người không biết gì và người biết mọi thứ" (trích bài "Lực đẩy trên Phố Wall", *Forbes,* ngày 19 tháng 10 năm 1998).

Không phải vô cớ mà những nhân vật nổi tiếng xúi quẩy đó lại được sinh ra, được đăng hình trên trang bìa của *Sports Illustrated* hay tạp chí *Forbes*. Sự xuất hiện trên trang bìa có thể là kết quả của một thành tựu duy nhất – điều có thể xuất phát từ một lần may mắn, một cơ hội duy nhất không thể lặp lại được, hoặc từ việc chấp nhận rủi ro một cách khinh suất. Hoặc, những kết quả tốt đẹp giúp người ta được lên bìa tạp chí – trong đó có những nhà đầu tư thành công được *Forbes* ca ngợi – đã khiến họ trở nên tự tin và tự phụ hơn, bớt kỷ luật và làm việc kém chăm chỉ... đây không phải là công thức để thành công.

VAI TRÒ CỦA SỰ PHỔ BIẾN

Một trong những điều cơ bản khiến sự thành công mang theo hạt giống của một khoản đầu tư thất bại là tính phổ biến gia tăng. Tôi vừa viết những món hời thường được tìm thấy trong số những điều rất khó thấu hiểu, không mấy dễ chịu và dễ bị đám đông loại bỏ. Hiệu suất đầu tư ngắn hạn chủ yếu là một cuộc cạnh tranh về độ phổ biến, và phần lớn các món hời tồn tại vì lý do đơn giản là chúng chưa được đám đông chú ý và chưa phổ biến. Trái ngược lại, những tài sản đang hoạt động tốt thường là những tài sản đã trở nên phổ biến, bởi vì giá trị hiển nhiên của chúng và do vậy được định giá cao.

Hãy nghĩ về chiến lược đầu tư. Điều cần thiết phải nắm bắt được là không có gì hiệu quả mãi mãi: Không phương pháp,

quy tắc hoặc quá trình nào có thể vượt trội ở mọi thời điểm. Đầu tiên, hầu hết các cổ phiếu và các phương pháp tiếp cận chỉ chính xác ở một số môi trường nhất định và ở một phần của chu kỳ, và sai lầm trong các trường hợp còn lại. Thứ hai, những thành công trong quá khứ sẽ khiến thành công trong tương lai ít có khả năng xảy ra hơn.

Vào những năm 1960, khi ý tưởng đầu tư cổ phiếu lần đầu tiên trở nên phổ biến tại Mỹ, mọi người tập trung vào những tài sản dẫn đầu của ngành, các cổ phiếu "blue-chip". Cổ phiếu với lượng vốn hóa nhỏ mới đầu hay bị bỏ qua, nhưng cuối cùng chúng lại được chú ý tới và được mua. Điều đó khiến chúng hoạt động tốt hơn so với những cổ phiếu có lượng vốn hóa lớn. Khi mọi người chú ý đến lợi nhuận vượt trội của những cổ phiếu có lượng vốn hóa nhỏ trong giai đoạn "chạy đuổi" này, chính sự mua vào của họ càng làm chúng thêm tăng giá… cho đến khi chúng đạt tới mức giá tối đa khi so tương quan với các cổ phiếu vốn hóa lớn. Đến lúc này, sự hứng thú của nhà đầu tư lại chuyển sang những cổ phiếu vốn hóa lớn – các tài sản sau đó đã lấy lại vị trí dẫn đầu.

Tương tự như vậy, các cổ phiếu tăng trưởng và cổ phiếu công nghệ đã thể hiện tốt hơn rất nhiều so với các cổ phiếu giá trị bình thường khác vào cuối những năm 1990. Tình trạng chia nhánh này đạt đến cực đại vào năm 1999, khi cổ phiếu tăng trưởng vượt hơn 25% điểm so với cổ phiếu giá trị của năm đó. Nhưng sự vượt trội quá lớn của các cổ phiếu tăng trưởng đã làm chúng bị định giá quá cao, và khi thị trường cổ phiếu điều chỉnh vào năm 2000-2002, chúng đã mất rất nhiều điểm so với cổ phiếu giá trị.

Nói cách khác, "hiệu suất vượt trội" chỉ là một từ để nói về một thứ được định giá cao hơn những thứ khác. Và rõ ràng, điều đó không thể kéo dài mãi mãi. Bất kể nó xuất sắc đến mức nào, "a" khó lòng luôn luôn có giá trị lớn hơn "b". Điều đó có nghĩa là nếu "a" tiếp tục được đánh giá cao hơn "b", thì phải có một điểm mà tại đó nó sẽ được định giá quá cao khi so với "b". Và đúng vào lúc mà người cuối cùng từ bỏ "b" bởi vì nó thể hiện quá kém, rồi nhảy sang "a", thì đó sẽ là thời điểm để "b" (thứ giờ đã có giá rẻ và đầy hấp dẫn khi so với "a") có hiệu suất vượt trội.

Các nguồn lực mạnh mẽ tạo ra xu hướng để các chiến lược, các nhà đầu tư và các công ty quản lý đầu tư có thể thành công trong một thời gian trước khi mất hiệu quả. Tôi vừa viết rằng hầu hết các ý tưởng sẽ không kéo dài vô hạn. Nói một cách tổng quát, một sự thật quan trọng về đầu tư là kết quả tốt sẽ mang lại nhiều tiền hơn cho các nhà quản lý tiền tệ "nóng", nhưng nếu các chiến lược được phép phát triển mà không kiểm soát, thì việc xuất hiện nhiều tiền hơn sẽ mang đến hiệu suất kém.

Vào giữa những năm 2000, chiến lược đầu tư chứng khoán có thể chuyển đổi nhanh chóng trở nên phổ biến. Nhà đầu tư không có tầm nhìn về triển vọng của một cổ phiếu nhất định sẽ sẵn lòng mua những trái phiếu có thể chuyển đổi sang cổ phiếu, miễn là chúng có thể làm giảm cổ phần cơ bản bằng "tỷ lệ bảo hộ giá" phù hợp (xem bài viết của tôi: "Một trường hợp cụ thể", tháng 6 năm 2005). Những người sử dụng chiến lược đầu tư chứng khoán có thể chuyển đổi cho biết họ đã nhận được những lợi nhuận điều chỉnh theo rủi ro vượt trội trong mọi loại môi trường đầu tư… cho đến khi có quá nhiều vốn và quá nhiều đối

thủ cạnh tranh bị hút về chiến lược này, đến mức không ai có thể tìm được mức giá hấp dẫn như trước đây.

Một bài học quan trọng - đặc biệt trong một thế giới thông tin và liên kết - là mọi thứ tạo ra những lợi nhuận bất thường đều sẽ hấp dẫn nguồn vốn đầu tư ngày một gia tăng, cho đến khi dư thừa và trở nên mất tính độc lập. Tại thời điểm đó, lợi nhuận tiềm năng được điều chỉnh theo rủi ro sẽ dịch chuyển về hướng trung bình (hoặc xấu đi).

Tương ứng với nó, những gì hoạt động kém trong một khoảng thời gian, cuối cùng sẽ trở nên rất rẻ, do chúng bị mất giá tương đối và nhà đầu tư không còn quan tâm. Điều này lại kích thích để chúng thể hiện vượt trội. Chính những chu kỳ như thế này mới nắm giữ chìa khóa để thành công trong đầu tư, chứ đừng kỳ vọng vào những cái cây mà ta tưởng sẽ vươn tới tận bầu trời.

Tất cả chỉ là những thăng trầm. Trong đầu tư, mọi thứ sẽ hoạt động hiệu quả cho đến khi chúng không còn hiệu quả nữa. Hay như Ajit Jain của Berkshire Hathaway đã nói với tôi về việc đầu tư vào một ngày nọ: "Nó rất dễ dàng cho đến khi không còn dễ dàng nữa."

- Những cổ phiếu có vốn hóa nhỏ giá rẻ thể hiện sự vượt trội cho đến khi chúng đạt đến điểm mà tại đó chúng không còn rẻ nữa.
- Việc đầu tư theo xu hướng hoặc đầu tư theo quán tính - tức tiếp tục rót tiền vào các cổ phiếu hoạt động tốt - sẽ hiệu quả trong một thời gian. Nhưng cuối cùng, sự xoay vòng và mua vào những cổ phiếu đi sau lại thay thế và trở thành chiến lược thành công.

- "Mua ở dưới đáy" cho phép các nhà đầu tư tận dụng được những điểm yếu nhất thời, cho đến khi một vấn đề to lớn nổi lên (hoặc thị trường đơn giản không còn hồi phục nữa), khiến giá cứ tiếp tục giảm, chứ không nhanh chóng bật trở lại.
- Những tài sản rủi ro cao sẽ có hiệu suất vượt trội - đến từ việc định giá khi tính rủi ro của chúng bị đẩy vào thế bất lợi quá mức - cho đến khi chúng được định giá giống như các tài sản an toàn. Sau đó, chúng lại có hiệu suất kém cho đến khi một lần nữa, chúng đưa ra phần bù phù hợp.

Điều quan trọng đã rất rõ ràng: Không có gì hiệu quả mãi mãi. Nhưng điều cần thiết phải nhận ra là khi mọi người cùng tin rằng một thứ gì đó sẽ hiệu quả mãi mãi, đó là lúc chắc chắn nó sẽ không tốt đẹp như vậy. Tôi nói: "Trong đầu tư, mọi thứ quan trọng đều phản trực giác, và mọi thứ được người khác cho là hiển nhiên đều sai lầm."

Có lẽ ví dụ tuyệt vời nhất về tác động của sự phổ biến xuất hiện vào năm 1979, và số ít các nhà đầu tư hoạt động thời ấy đều đã quên mất nó. Vào ngày 13 tháng 8 của năm đó, sau gần một thập kỷ các cổ phiếu có hiệu suất đầu tư kém cỏi đầy khó khăn, tạp chí *Business Week* đã xuất bản một câu chuyện trang bìa với tiêu đề "Cái chết của cổ phiếu". Kết luận của nó là các cổ phiếu đã "chết ngóm", dựa trên cơ sở là mọi điều đối lập với những gì được khuyến nghị trong cuốn sách này.

Bài báo đã đưa ra một danh sách các lý do giải thích tại sao hiệu suất tệ hại của các cổ phiếu sẽ tiếp tục không được cải thiện:

- Bảy triệu người đã từ bỏ đầu tư vào cổ phiếu.

- Rất nhiều hình thức đầu tư khác có hiệu quả tốt hơn.
- Các quỹ hưu trí đã chuyển sang "tài sản hiện vật" kiểu như vàng.
- Lạm phát đã tàn phá khả năng tăng lợi nhuận của các công ty.

Bài báo tiếp tục:

> Ngay cả các tổ chức từ trước đến này vẫn còn tồn tại trên thị trường tài chính đang rót tiền vào những khoản đầu tư ngắn hạn và các khoản đầu tư "thay thế cổ phiếu" như các giấy tờ được đảm bảo bằng thế chấp, chứng khoán nước ngoài, quỹ đầu tư mạo hiểm, cho thuê, hợp đồng bảo hiểm được bảo đảm, trái phiếu theo chỉ số, quyền mua cổ phiếu, và tương lai.

Và dưới đây là kết luận của bài báo:

> Ngày nay, thái độ lỗi thời rằng hãy mua những cổ phiếu vững chắc để làm nền tảng tiết kiệm và nghỉ hưu đơn giản đã biến mất. Một giám đốc trẻ tuổi ở Mỹ đã nói: "Gần đây bạn có đến một cuộc họp cổ đông ở Mỹ không? Tất cả người tham gia đều là những người lạc hậu. Thị trường chứng khoán không phải là nơi hành động."

Nói tóm lại, "Cái chết của cổ phiếu" nói cổ phiếu đã quá không được ưa chuộng, đến nỗi chúng sẽ không bao giờ hoạt động hiệu quả trở lại được nữa. Một người với suy nghĩ rất đơn giản sẽ kết luận rằng hiệu suất tệ hại trong quá khứ đã dẫn đến tình cảnh không được ưa chuộng ngày hôm nay, và nó ngụ ý báo hiệu suất ngày mai sẽ tiếp tục kém cỏi. Nhưng một cá nhân có suy nghĩ cấp độ hai sâu sắc lại nói hiệu suất tệ hại trong quá khứ đã dẫn đến tình cảnh không được ưa chuộng ngày hôm nay, điều này gợi ý rằng *hôm nay chúng ta có mức giá thấp*, và nó ngụ ý báo hiệu suất ngày mai sẽ trở nên *tốt đẹp*.

"Cái chết của cổ phiếu" được phát hành chỉ ít năm trước khi năm 1982 "mở màn" cho thị trường tăng giá lớn nhất trong lịch sử. Vào thời điểm bài viết được xuất bản, chỉ số S&P 500 đạt 107 điểm và vào tháng 3 năm 2000 nó lên tới 1527 điểm. Mức giá đã tăng hơn 14 lần, tức 13,7% một năm trong gần như suốt 21 năm (và những số liệu này đã bỏ qua cổ tức, thứ sẽ khiến tổng mức tăng lên gấp 28 lần và tổng lợi nhuận hàng năm lên tới 17,6%). Bài học rất đơn giản: Các nhà đầu tư nên cảnh giác trước những tài sản phổ biến. Thay vào đó, chính sự không được ưa chuộng mới là bạn của người mua.

VAI TRÒ CỦA CÁC CÔNG TY

Các công ty cũng phải trải qua những thăng trầm khi xét ở khía cạnh thành công, cũng dựa trên một chuỗi các sự kiện có tính nhân quả. Một trong những quá trình rõ rệt nhất mà tôi được chứng kiến diễn ra tại Xerox.

Gã khổng lồ trong lĩnh vực photocopy ở văn phòng, đơn vị đầu tiên giúp người dùng không phải sử dụng quy trình sao chụp "ướt" (yêu cầu mọi người phải gửi tài liệu đến phòng ảnh để photocopy) là một trong những công ty đầu tiên tôi đến thăm với tư cách là nhà phân tích thiết bị văn phòng mới vào nghề vào cuối những năm 1960. Vào thời điểm đó, Xerox đã độc quyền trong việc sao chép "khô" và dường như đã hoàn toàn có thể làm chủ vận mệnh của mình. Cấp trên và tôi đã từng gặp một nhà "phân tích hợp đồng" của Xerox. Với mỗi một loại máy photocopy trong dòng sản phẩm, anh ta sẽ giúp chúng tôi tính toán kế hoạch tương lai của công ty, xét về số lượng máy sẽ có trong năm tới cũng như doanh thu cho thuê hằng năm tính trên mỗi máy.

Nhờ vị thế thống trị thị trường của Xerox, họ rất có khả năng biến những kế hoạch thành sự thật. Công ty có thể tính giá độc quyền, để tinh chỉnh số lượng các máy cho thuê và đem lại biên lợi nhuận rất cao. Họ cũng tập trung vào một mô hình chỉ cho mượn ngắn hạn, chứ không bán và cũng không cho thuê dài hạn, để họ không bị mất quyền kiểm soát máy móc của mình. Đúng là một cỗ máy có thể hoạt động vĩnh viễn!

Nhưng sự quản lý của Xerox có thể đã bỏ qua nguy cơ rằng những biên lợi nhuận cao sẽ không bền vững. Vào năm 1975, Xerox đã giải quyết khiếu nại chống độc quyền trong thị trường máy photocopy bằng cách đồng ý đưa ra một danh mục các bằng sáng chế rất mạnh của mình, để các bên khác có thể dựa vào đây để được cấp phép hoạt động. Các đối thủ cạnh tranh bắt đầu sản xuất và bán máy photocopy của riêng họ. Họ có thể cắt giảm mức giá của Xerox và thế chân Xerox phần nào trong thị trường cho thuê. Điều này đã làm giảm thị phần tại Mỹ của Xerox trong lĩnh vực máy photocopy, từ gần 100% xuống mức mười mấy phần trăm, và nó đã làm giảm cực nhiều lợi nhuận của Xerox. Xerox tại thời điểm đó gặp khó khăn trong việc đối phó với sự cạnh tranh về giá, bởi điều đó có thể làm tan nát công việc kinh doanh hiện tại của họ.

Vào năm 1968, nhờ có vị trí độc quyền, phát triển mạnh mẽ và lợi nhuận cao, Xerox đã là công ty dẫn đầu của Nifty Fifty mà tôi đã mô tả trước đó - những công ty được xem là rất mạnh và có tốc độ phát triển rất nhanh, đến mức "không điều gì xấu có thể xảy ra" và "không có mức giá cổ phiếu nào là quá cao". Nhưng cây hiếm khi có thể mọc lên tận bầu trời và thành công hiếm khi không bao giờ kết thúc.

Bởi vì hành vi của Xerox đã kích thích sự cạnh tranh mà họ chưa được chuẩn bị để phản hồi lại – và cũng vì những lý do khác nữa – nên vào những năm đầu của thế kỷ 21, công ty phải trải qua những khó khăn nghiêm trọng.

Các công ty, cũng giống như con người, tiềm ẩn nguy cơ phản ứng lại trước sự thành công bằng những hành vi có thể hủy diệt thành công đó. Các công ty có thể:

- tự mãn và trở nên "béo ú nhưng vẫn vui vẻ"
- trở nên quan liêu và phát triển chậm
- không thể hành động để bảo vệ vị thế của họ
- không còn cải tiến và không còn phù hợp, gia nhập đám đông tầm thường
- kết luận rằng họ có thể làm hầu hết mọi thứ, thế là mạo hiểm tiến vào các lĩnh vực vượt quá khả năng của họ

Bằng những cách này và hơn thế nữa, thành công thực sự mang theo những hạt mầm của thất bại. Nhưng tin tốt – như tôi đã nói trước đó – là sự thất bại cũng mang theo những hạt mầm của thành công.

- Một khi bị tấn công, các công ty có thể lấy lại động lực và ý thức của họ về mục đích.
- Họ có thể giảm quan liêu, nghiêm túc cạnh tranh và kiếm tiền.
- Và trong dạng thức cuối cùng của sự không thành công, họ có thể phá sản, phải cắt giảm quy mô và mất đi phạm vi kinh doanh hiện tại, chỉ còn những địa điểm không tạo

ra lợi nhuận, các hợp đồng khó khăn và gánh nặng nợ nần. (Tất nhiên, chủ sở hữu của các công ty phá sản thường mất toàn bộ vị thế của họ.)

Do vậy, Jahan Janjigian đã viết về Xerox như sau vào năm 2002:

[Vào năm 2000,] một nhóm quản lý mới đã thực hiện một số hành động tái cấu trúc nhằm mục đích giúp công ty có được lợi nhuận trở lại. Các hành động bao gồm mạnh mẽ cắt giảm chi phí và sa thải 13.600 vị trí. Xerox cũng đã bán cơ sở kinh doanh của họ ở Trung Quốc và Hồng Kông, cũng như bán 50% Fuji Xerox cho Fuji Photo Film. Hơn nữa, Xerox cho phép quỹ GE Capital kiểm soát công tác tài chính đối với các khoản phải thu, lúc này đã nhận về 2,7 tỷ đô la Mỹ. Và Xerox đã rời khỏi phân khúc kinh doanh khó khăn tại các văn phòng nhỏ và văn phòng tại nhà.

Vào tháng 4, Xerox đồng ý thanh toán 10 triệu đô la Mỹ để kết thúc việc điều tra kéo dài hai năm của Ủy ban Chứng khoán và Giao dịch. Họ sau đó đã phải trình bày lại tất cả kết quả tài chính trong quá khứ theo yêu cầu của thỏa thuận. Thêm vào đó, công ty đã thành công trong việc thương thảo với các chủ nợ để đàm phán lại nghĩa vụ nợ của mình với các điều khoản dễ quản lý hơn. Có lẽ, quan trọng nhất là các sản phẩm của công ty hiện đã cạnh tranh hơn về giá cả và chất lượng.

Do thành công của những nỗ lực trên, Xerox đã tạo ra lợi nhuận trở lại sớm hơn mong đợi… Với sự cải thiện đáng kể trong vận hành của Xerox, chúng tôi nghĩ rằng Xerox là một phương án mua vào hấp dẫn ở mức độ hiện tại.

("Xerox trở về từ mép vực", *Forbes Growth Investor*, tháng 10 năm 2002)

Bởi vì các công ty không tồn tại lâu như nền kinh tế và các thị trường, nên chu kỳ dài hạn về thành công của các công ty có

thể cũng không kéo dài lâu. Nhưng trong suốt vòng đời của các công ty, lợi nhuận của chúng có thể dẫn đến sự thua lỗ, và sự thua lỗ lại có thể đặt nền tảng cho lợi nhuận. Đó là một chu kỳ để thành công trong kinh doanh.

VAI TRÒ CỦA THỜI ĐIỂM

Một trong số các yếu tố có thể đóng góp quan trọng vào thành công của một cá nhân hoặc một công ty là thời điểm. Cùng những điều khác, sẽ rất hữu ích khi tham gia đầu tư vào thời điểm trên-trung-bình. Đó là những gì đã giúp Xerox vụt lên vào những năm 1960, và tôi cũng được hưởng lợi từ thời điểm.

Vào tháng 8 năm 1978, không lâu sau khi chuyển từ bộ phận nghiên cứu vốn của Citibank sang vị trí quản lý danh mục đầu tư trái phiếu, tôi nhận được cuộc điện thoại đã thay đổi cuộc đời mình. "Có một người tên Milken ở California", sếp của tôi nói, "Anh ta liên quan đến một thứ gọi là trái phiếu lợi suất cao. Một khách hàng muốn một danh mục đầu tư gồm những trái phiếu như vậy. Cậu có thể nhận ra nó có nghĩa là gì không?".

Đúng năm 1977 hoặc 1978, việc đầu tư trái phiếu lợi suất cao mới đầu được hình thành. Đó là khi Michael Milken đạt được thành công đầu tiên trong việc thuyết phục các nhà đầu tư rằng các công ty có mức xếp hạng đầu tư thấp có thể phát hành trái phiếu - và các tổ chức cũng có thể mua chúng - nếu lãi suất đủ cao để bù đắp rủi ro. Thị trường lợi suất cao bao gồm gần 3 tỷ đô la Mỹ giá trị trái phiếu tại thời điểm tôi tham gia. Phần lớn các tổ chức đầu tư có quy tắc là phản đối mua trái phiếu bị xếp hạng đầu tư thấp, chúng thường bị gọi là "trái

phiếu rác". Và Moody's đã loại bỏ những trái phiếu xếp hạng B, nói rằng "chúng không có những đặc điểm của một khoản đầu tư chất lượng".

Làm thế nào mà những trái phiếu không được ưa chuộng này *không* được coi là những món hời bị đánh giá thấp? Làm thế nào việc đầu từ sớm vào chúng lại *không* nổi lên?

Một thập kỷ sau đó, Bruce Karsh đã mang những kỹ năng pháp lý và những hiểu biết đầy chiến lược của mình tới đội của tôi, bổ sung thêm vào kiến thức chuyên môn về tín dụng của Sheldon Stone, và chúng tôi đã thành lập một trong những quỹ nợ xấu đầu tiên từ một tổ chức tài chính lớn. Điều gì có thể rủi ro và vô lý hơn việc đầu tư vào các khoản nợ của những công ty phá sản hoặc đã bị định trước là sẽ phá sản? Mọi người còn có thể chán ghét điều gì hơn không? Nói cách khác, liệu còn nơi nào có thể kiếm được nhiều tiền một cách an toàn như vậy?

Trong cả hai trường hợp này và nhiều nữa, tôi đã may mắn gặp được các loại tài sản khi chúng vẫn còn chưa được khám phá, chưa được mọi người biết đến và do đó chúng đã được định giá rất hời. Thật chẳng có mấy thứ khiến việc đầu tư trở nên dễ dàng hơn là sở hữu một thị trường gần như chỉ dành cho một cá nhân. Nó đánh bại hoàn toàn việc phải cố gắng thu về những khoản lợi nhuận ra hồn từ một thị trường mà mọi người đều đã khám phá hết mọi ngóc ngách, đã xác định được hết, đã tham gia và chen chúc cạnh tranh lẫn nhau. Đó khó có thể là công thức thành công. Những người đến sau trong một lĩnh vực đã rất đông người tham gia không phải là "người khôn ngoan ngay từ đầu", mà anh ta có nhiều khả năng là "kẻ ngốc cuối cùng". Những người đủ may mắn để đến sớm hơn là đến muộn

biết rằng thành công của chúng ta không chỉ đến từ những gì ta làm. Thời điểm cũng góp phần quan trọng.

Và điều đó dẫn tôi nhắc tới một quan sát tuyệt vời từ Henry Phipps, một đối tác ít nổi tiếng hơn của Andrew Carnegie và Henry Clay Frick - hai doanh nhân vĩ đại nhất thế kỷ 19. Vào năm 1899, Phipps đã viết:

> Những thời điểm tốt như hiện tại sẽ tạo ra những thời điểm tồi tệ, đó là một định luật chắc chắn như dao động của con lắc. Chúng ta đã có trải nghiệm để biết về những sự thật cơ bản này. Liệu chúng ta có ý thức đưa chúng vào thực tiễn hay không?
>
> (George Harvey, *Henry Clay Frick: The Man* [tạm dịch: Tiểu sử Henry Clay Frick, xuất bản năm 2002)

Con người có những ví dụ thành công mang tính riêng lẻ, hơn là sở hữu những dấu hiệu báo trước điều tuyệt vời sẽ đến (điều mà họ có thể rất tin tưởng). Tương tự như vậy, thời điểm không hẳn lúc nào cũng giúp ta tạo ra thành công liên tục. Thời điểm tốt có thể khuyến khích các quyết định đầu tư, nhưng chúng phải phụ thuộc vào sự tồn tại mãi mãi của những thời điểm đó nếu muốn thành công. Tuy nhiên, những thời điểm tốt đẹp như vậy có thể dẫn đến những thời điểm tồi tệ, lúc mà các quyết định bị thử thách và chúng không thể vượt qua được.

Không chỉ thời điểm tốt sẽ bị theo sau bởi thời điểm xấu, dẫu sớm hay muộn; mà - cũng như rất nhiều ví dụ khác về chu kỳ - thời điểm tốt thường sẽ *tạo ra* thời điểm xấu. Thời điểm tốt có thể dẫn đến phát hành những khoản nợ thiếu khôn ngoan (như chúng ta thảo luận trong chu kỳ nợ xấu), hoặc dẫn đến xây dựng quá nhiều (như phần thảo luận về chu kỳ bất động sản).

Ruchir Sharma, giám đốc chiến lược toàn cầu tại Morgan Stanley Investment Management, đã viết trong cuốn sách *The Rise and Fall of Nations* (Quốc gia thăng trầm) về những ảnh hưởng của những cải cách mới: "Cải cách dẫn đến tăng trưởng và các thời điểm tốt đẹp, thời điểm tốt lại thúc đẩy sự kiêu ngạo và tự mãn, dẫn đến một cuộc khủng hoảng mới."

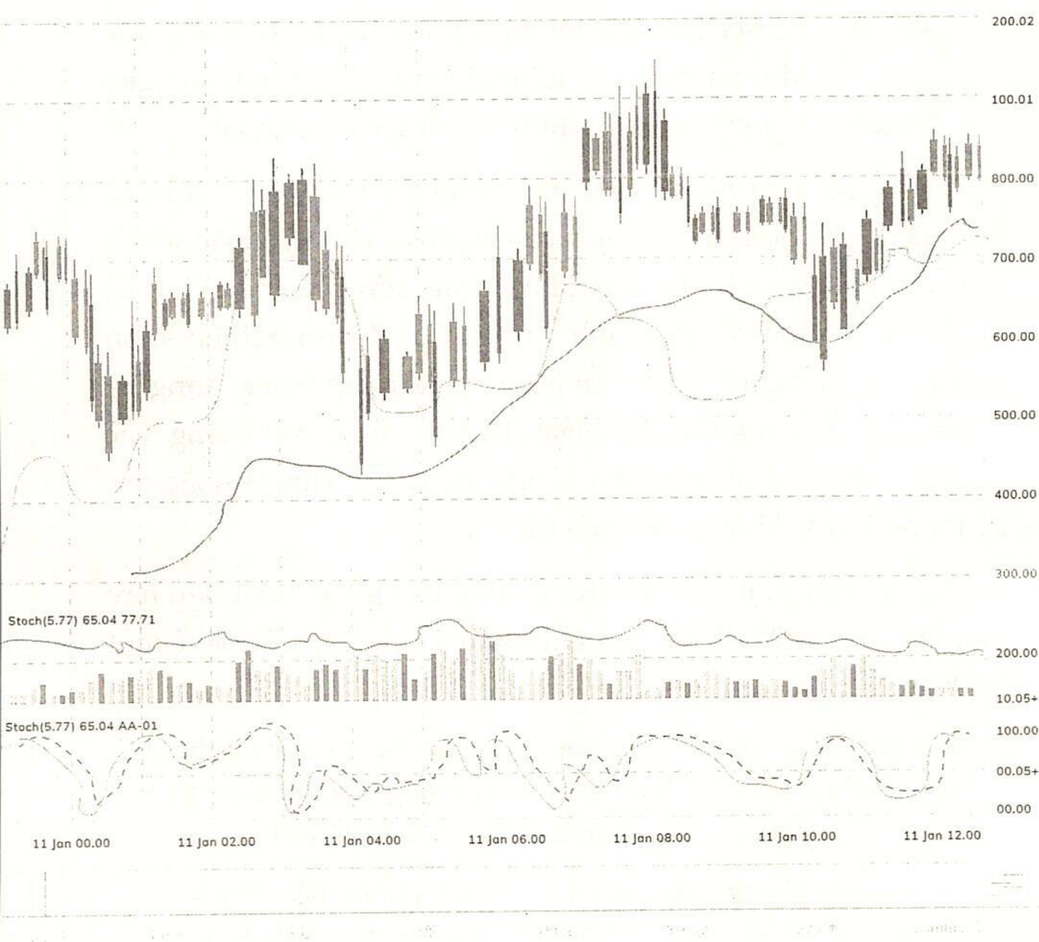
Phipps chỉ ra rằng lịch sử đã thể hiện những xu hướng trên một cách rõ ràng. Câu hỏi quan trọng là liệu chúng ta có đủ khôn ngoan và vô cảm xúc để biết rằng thời điểm tốt không nhất thiết phải dẫn đến một thời điểm tốt hơn nữa, và do đó thành công thực sự có tính chu kỳ.

Hãy quay trở lại với lời Demosthenes do Charlie Munger trích dẫn: "Khi mong muốn điều gì, người ta cũng sẽ tin nó là sự thật." Nói cách khác, những suy nghĩ mộng tưởng thường sẽ được người ta giữ chặt không rời. Điều này có thể khiến các nhà đầu tư tin rằng thời gian tốt sẽ được theo sau bởi một thời điểm còn tốt hơn. Nhưng nó đã quên mất bản chất mọi thứ luôn có tính chu kỳ, đặc biệt là thành công.

00:01

17

TƯƠNG LAI CỦA CHU KỲ



1.27 65^{4}

1.27 65^{7}

Sell

Buy

Xu hướng con người luôn đi quá xa sẽ không bao giờ kết thúc. Vì những sự quá đà này cuối cùng đều sẽ phải điều chỉnh lại, sự hình thành các chu kỳ cũng sẽ không bao giờ kết thúc. Nền kinh tế và thị trường chưa bao giờ dịch chuyển theo một đường thẳng trong quá khứ, và chúng cũng sẽ không dịch chuyển như vậy trong tương lai. Điều đó có nghĩa là các nhà đầu tư thấu hiểu được chu kỳ sẽ tìm thấy những cơ hội tạo ra lợi nhuận.

Cho đến lúc này, tôi đã nói rất nhiều điều trong quá khứ và cũng đã nói một chút về hiện tại. Bây giờ, khi kết luận, tôi muốn hướng về tương lai.

Trong suốt sự nghiệp, tôi đã chứng kiến rất nhiều lần các học giả đề cập đến sự xuất hiện của một loại chu kỳ, hoặc sự kết thúc của một loại chu kỳ khác. Bởi vì sức sống của nền kinh tế, vì những đổi mới về tài chính, vì quản trị doanh nghiệp khôn ngoan hay vì người ta cho rằng các ngân hàng trung ương và những người đứng đầu Bộ Ngân khố vô cùng tinh thông, các học giả thấy rằng những biến động của chu kỳ kinh tế hoặc chu kỳ lợi nhuận sẽ không còn xuất hiện nữa.

Tôi đã viết một chút về chủ đề này trong bài "Liệu lần này mọi thứ sẽ khác?" (tháng 11 năm 1996). Đầu tiên, tôi nói về một bài báo đã xuất hiện ít ngày trước đó:

> Bài báo kể lại một trường hợp hiện nay đang được sử dụng để giải thích cho việc kinh tế được mở rộng liên tục, không có nguy cơ suy thoái. Như đoạn mở đầu bài báo đã viết:
>
> > Từ các phòng họp giám đốc đến các phòng tiếp khách, từ các văn phòng chính phủ đến các sàn giao dịch, tất cả mọi người đều đồng lòng: Chu kỳ kinh doanh to lớn và nham hiểm đã được chế ngự.

Sự mở rộng hiện đang ở tháng thứ 67, đã vượt xa mức trung bình sau chiến tranh. Dù thế nào, 51 trong số 53 "nhà kinh tế hàng đầu" được khảo sát bởi bản tin Blue Chip đã dự báo tốc độ tăng trưởng năm tới sẽ từ 1,5% trở lên. Và khảo sát của trường Đại học Michigan cho thấy trong số những người tiêu dùng, nhiều người kỳ vọng sẽ có thêm năm năm tốt đẹp nữa tiếp diễn, thay vì lo ngại những thời điểm tồi tệ sẽ xuất hiện.

Chủ tịch của Sears tuyên bố: "Không có quy luật tự nhiên nào nói rằng chúng ta phải có một cuộc suy thoái." Theo chủ tịch của Amoco: "Tôi không tìm ra bất cứ lý do nào để nghĩ sự phục hồi sẽ không thể tiếp tục cho đến khi ta bước sang thế kỷ mới." CEO của Sara Lee nói "Tôi không biết điều gì có thể xảy ra để hình thành sự giảm sút theo chu kỳ."

("Chu kỳ kinh doanh đã được chế ngự, nhiều người cho biết, lời báo động cho mọi người khác", *Wall Street Journal,* ngày 15 tháng 11 năm 1996)

Rõ ràng, những tuyên bố được đưa ra vào năm 1996 này đã không thực sự chỉ ra được điểm kết thúc của các chu kỳ. Thay vào đó, đã có một cuộc suy thoái nhỏ vào năm 2001, và chỉ vài năm sau đó, là cuộc Đại suy thoái năm 2008-2009, sự kiện chu kỳ mạnh mẽ nhất từng xảy ra và đã được hầu hết những người còn sống hiện nay trải nghiệm.

Trong "Liệu lần này mọi thứ sẽ khác?", tôi tiếp tục trích dẫn một số khẳng định tương tự từ các nhà lãnh đạo đáng kính khác.

"Sự thịnh vượng hiện tại của chúng ta sẽ không bị gián đoạn."

"Tôi không thể không lên tiếng phản đối những tuyên bố rằng... sự thịnh vượng ở đất nước này nhất thiết sẽ bị suy giảm trong tương lai."

"Chúng ta chỉ mới bắt đầu một giai đoạn mà sau này sẽ đi vào lịch sử với tư cách là thời đại hoàng kim."

"Hoạt động kinh doanh nền tảng của đất nước... đang dựa trên những cơ sở vô cùng lành mạnh và thịnh vượng."

Khi đánh giá tính hợp lý của các tuyên bố này, cần chú ý rằng chúng lần lượt là phát biểu của chủ tịch hãng xe ô tô Pierce-Arrow, chủ tịch Sở giao dịch Chứng khoán New York, chủ tịch công ty Bush Terminal và nguyên tổng thống Mỹ. Những lời phát biểu được đưa ra vào những năm 1928 và 1929 - ngay trước thềm cuộc Đại khủng hoảng đã làm điêu đứng cả thế giới trong hơn một thập kỷ - sau cùng chẳng hề báo hiệu điều tốt đẹp. Tôi nghĩ, thật là một ý tưởng viển vông khi cho rằng sự thịnh vượng không thể bị chậm lại và những chu kỳ đã hoàn toàn kết thúc.

Nhưng, vào những năm 2000, kỳ vọng về "sự thịnh vượng vĩnh viễn" lại xuất hiện một lần nữa. Dù không còn những tranh luận cụ thể rằng sẽ không còn chu kỳ xảy ra, rất nhiều nhà đầu tư, chuyên gia ngân hàng và các thành viên trong giới truyền thông đã chắc chắn tin rằng rủi ro đã biến mất. Về cơ bản, nó vẫn là một niềm tin tương tự.

Trong cuốn tự truyện của mình, *Stress Test* (tạm dịch: Bài kiểm tra căng thẳng), nguyên Bộ trưởng Bộ Ngân khố Tim Geithner đã mô tả tình hình khi ông đến Cục Dự trữ Liên bang vào năm 2003:

> Các nhà kinh tế bắt đầu tranh luận về việc liệu sự ổn định kéo dài của Mỹ có tạo ra một thời kỳ bình ổn mới hay không, một thời kỳ có tên Đại điều độ, một kỷ nguyên sẽ vĩnh viễn bất khả xâm phạm trước những cú sốc. Người ta ngày càng tin rằng các công cụ phái sinh và những cải tiến tài chính khác đã được

thiết kế để phong tỏa và phân phối rủi ro, cùng với chính sách tiền tệ tốt hơn để đối phó với suy thoái, cũng như những công nghệ tốt hơn để giúp chu kỳ hàng tồn kho diễn ra suôn sẻ. Tất cả đã biến những cuộc khủng hoảng với sức tàn phá mạnh mẽ chỉ còn là một điều thuộc về quá khứ.

Thực tế rằng sự thịnh vượng được cho là vĩnh viễn này có thể được đặt tên là "Đại điều độ" đã cho thấy đây là một điều được rất nhiều người tin tưởng. Và do vậy, nó đáp ứng yêu cầu của tôi để hình thành nên môi trường rủi ro nhất có thể: Một môi trường mà niềm tin không tồn tại rủi ro được lan tỏa mạnh mẽ. Ở trang 167, tôi đã nói về trách nhiệm của truyền thông khi liệt kê những nguồn lực loại trừ rủi ro: sự sáng suốt của Cục Dự trữ Liên bang, nhu cầu không ngừng về các loại chứng khoán từ các quốc gia có dòng tiền lớn và những cải tiến mới nhất trên Phố Wall.

Không chỉ mọi tuyên bố "chu kỳ đã kết thúc" là sai, mà còn rất đáng chú ý khi thấy rằng mỗi tuyên bố này đều đã xảy ra cùng lúc - và chắc chắn đã góp phần hình thành - xu hướng đi lên đến mức cao của chu kỳ. Và những sự kiện xảy ra sau những điểm cao của chu kỳ đó sẽ là những nỗi đau to lớn bất thường: cuộc Đại khủng hoảng năm 1929-1939; sự sụt giảm của thị trường chứng khoán trong ba năm liên tục 2000-2002 (đây là sự sụt giảm kéo dài đầu tiên kể từ năm 1929) và Khủng hoảng tài chính toàn cầu năm 2007-2008.

Trong "Liệu lần này mọi thứ sẽ khác?", sau khi nhắc lại các tuyên bố đầy lạc quan ở trên, tôi đưa ra những gì mình nghĩ là kết luận cần thiết của chủ đề này:

> Tất nhiên, những quan sát này không báo hiệu rằng các chu kỳ sẽ không lặp lại, mà đúng hơn, những người tuyên bố chúng

> đã quá tự tin. Chu kỳ ở các nền kinh tế, các công ty và các thị trường sẽ tiếp tục diễn ra chừng nào con người vẫn còn tham gia vào việc đưa ra những quyết định quan trọng – điều mà tôi tin sẽ không bao giờ kết thúc.
>
> ... Có một thời điểm thích hợp để tranh luận rằng mọi thứ sẽ tốt hơn, đó là khi thị trường thể hiện yếu kém và mọi người đang bán mọi thứ ở mức giá rẻ như cho.

"Lần này sẽ khác" là một trong số những câu nói nguy hiểm nhất của thế giới kinh doanh - đặc biệt khi nó được áp dụng cho một thứ đã đạt tới cực điểm - điều vẫn thường xảy ra.

Khi mọi người nói "sẽ khác", thì họ có ý nói những quy tắc và quá trình tạo ra chu kỳ trong quá khứ đã bị tạm dừng. Nhưng hành vi theo chu kỳ của các hoạt động tài chính trong quá khứ không phải là kết quả của những quy tắc khoa học và hữu hình. Trong khoa học, nguyên nhân và kết quả có một mối quan hệ phụ thuộc và có thể lặp lại, vì vậy ta có thể nói một cách tự tin rằng "nếu a thì b". Nhưng dù đúng là có một vài nguyên tắc vận hành trong thế giới tài chính và kinh doanh, thì kết quả thực sự lại rất khác biệt so với khoa học.

Lý do của vấn đề này – như tôi đã nhắc lại nhiều lần – là sự tham gia của con người. Quyết định của con người có ảnh hưởng lớn đến chu kỳ kinh tế, kinh doanh và thị trường. Thực tế, nền kinh tế, công việc kinh doanh và thị trường chỉ là các giao dịch giữa con người. Và con người không đưa ra quyết định một cách khoa học.

Một số người đã chú ý tới lịch sử, thực tế và dữ liệu, và một số người đưa ra quyết định của họ như "những con người kinh tế". Nhưng thậm chí cả những người lý trí và tỉnh táo nhất cũng phải chịu ảnh hưởng từ con người và mất đi tính khách quan.

Richard Feynman, nhà vật lý nổi tiếng, đã viết: "Hãy tưởng tượng vật lý sẽ khó hơn biết chừng nào nếu các electron có cảm xúc!". Nghĩa là nếu các electron có cảm xúc, giới khoa học không thể dựa vào chúng để đưa ra những kỳ vọng, vậy nên các quy tắc vật lý sẽ chỉ hiệu quả đôi lúc.

Vấn đề là con người *có* cảm xúc nên họ không bị ràng buộc bởi các quy tắc bất khả xâm phạm. Họ sẽ luôn đưa cảm xúc và các yếu tố tạo nên nhược điểm vào các quyết định kinh tế và đầu tư. Kết quả là họ sẽ trở nên hưng phấn vào sai thời điểm và cũng sẽ tuyệt vọng không đúng lúc - thổi phồng tiềm năng tăng giá khi mọi thứ đang diễn ra tốt đẹp và làm quá rủi ro giảm giá khi mọi thứ trở nên xấu đi - do vậy, họ sẽ đẩy các xu hướng lên tới các cực điểm của chu kỳ.

Một số đoạn trong *The Most Important Thing* cung cấp một nền tảng hữu ích để tóm tắt những điểm chính về sự tồn tại dai dẳng của chu kỳ:

> Lý do cơ bản khiến thế giới của chúng ta có tính chu kỳ là sự tham gia của con người. Những vận động cơ học có thể đi theo một đường thẳng. Thời gian luôn di chuyển liên tục về phía trước. Một cỗ máy cũng sẽ di chuyển như vậy khi nó được cung cấp năng lượng đầy đủ. Nhưng những quá trình trong một số lĩnh vực như lịch sử và kinh tế đều có liên quan đến con người, khi liên quan đến con người, kết quả sẽ biến đổi và có tính chu kỳ. Theo tôi, lý do chính của hiện tượng này là vì con người có cảm xúc và không nhất quán, họ không ổn định và không duy trì được sự lạnh lùng.
>
> Tất nhiên, các yếu tố khách quan cũng đóng vai trò trong các chu kỳ - đó là các mối quan hệ định lượng, các sự kiện thế giới, những thay đổi của môi trường, sự phát triển công nghệ và các

quyết định của những tập đoàn. Nhưng yếu tố tâm lý khiến các nhà đầu tư có những phản hồi thái quá, điều đó sẽ quyết định biên độ biến động của các chu kỳ.

Khi mọi người cảm thấy vui vẻ về cách mà mọi thứ đang diễn ra và họ trở nên lạc quan về tương lai, hành vi của họ sẽ bị tác động mạnh. Họ chi ra nhiều hơn và tiết kiệm ít đi. Họ vay để làm tăng lợi nhuận tiềm năng của mình, mặc dù làm như vậy khiến tình hình tài chính của họ trở nên không ổn định (tất nhiên các khái niệm như sự không ổn định sẽ bị lãng quên trong thời kỳ lạc quan). Thế là họ sẵn sàng trả nhiều tiền hơn cho giá trị hiện tại, hoặc trả trước một phần cho tương lai.

Các nhà đầu tư có xu hướng xem xét các quá trình đang diễn ra, đưa vào chúng những căn cứ ổn định, phụ thuộc vào những căn cứ đó và suy luận ra tiến trình phát triển. Họ đã bỏ qua vai trò của cảm xúc: sự tham lam trong những dao động đi lên và sự sợ hãi trong những dao động đi xuống.

Cảm xúc hoạt động trong chu kỳ theo hai cách: Chúng phóng đại các nguồn lực dẫn đến các cực điểm, và sau cùng buộc phải điều chỉnh; chúng khiến những người tham gia thị trường bỏ qua tính chu kỳ vào những thời điểm mà việc nhận ra sự thái quá là rất cần thiết và đem về khả năng sinh lời cao nhất (giai đoạn ba của thị trường tăng giá và thị trường giảm giá đã được mô tả ở trang 260 và 262).

Đoạn văn tiếp theo trong *The Most Important Thing* có thể tóm tắt triển vọng chu kỳ tái diễn:

> Chu kỳ sẽ không bao giờ dừng hoạt động. Nếu có một thứ gọi là thị trường hoàn toàn hoạt động hiệu quả, nếu mọi người thực sự đưa ra quyết định một cách có tính toán và lý trí, thì có

lẽ chu kỳ (hoặc ít nhất là những cực điểm của chúng) sẽ bị loại bỏ. Nhưng trường hợp đó sẽ không bao giờ xảy ra.

Nền kinh tế sẽ lúc thịnh và lúc suy, bởi người tiêu dùng sẽ chi nhiều hơn hoặc ít đi khi phản hồi một cách xúc cảm trước các nhân tố kinh tế, các sự kiện ngoại sinh, địa chính trị hoặc các vấn đề tự nhiên. Các công ty sẽ trông chờ vào một tương lai màu hồng trong suốt chu kỳ đi lên, và do đó các cơ sở sản xuất được mở rộng và hàng tồn kho được tăng lên - những điều này sẽ trở thành gánh nặng khi nền kinh tế suy thoái. Các nhà cung cấp vốn sẽ quá hào phóng khi nền kinh tế hoạt động tốt, để nguồn vốn giá rẻ được mở rộng quá mức, và sau đó họ sẽ buộc phải thắt chặt khi mọi thứ không còn tốt đẹp. Các nhà đầu tư sẽ đánh giá quá cao các công ty khi họ hoạt động tốt và sẽ đánh giá họ quá thấp khi tình hình trở nên khó khăn hơn...

Bỏ qua chu kỳ và các xu hướng là một trong những điều nguy hiểm nhất mà một nhà đầu tư có thể làm. Con người thường hành động như thể những công ty đang hoạt động tốt sẽ cứ làm tốt mãi mãi, các khoản đầu tư đang hoạt động vượt trội cũng sẽ vượt trội mãi thôi, và ngược lại. Thay vì thế, chính điều trái ngược mới có khả năng trở thành sự thật.

Hiểu biết sâu sắc về những cảm xúc cũng như về những việc làm quá đà mà chúng dẫn đến là một trong những điểm mấu chốt của cuốn sách này. Những điều phát sinh mang tính chu kỳ chệch khỏi đường xu thế chủ yếu được tạo ra bởi những hành động quá đà và sự điều chỉnh sau cùng của chúng. Điều này rất hiển nhiên trong thị trường chứng khoán - một thị trường không có gì ngoài một tập hợp những người đưa ra quyết định (thường theo xu hướng đám đông) và hy vọng những quyết định đó sẽ tạo ra lợi nhuận. Nền kinh tế và các công ty cũng vậy. Chúng dường như là những cỗ máy độc lập, được bôi trơn tốt, nhưng

chúng cũng không là gì ngoài một nhóm người đưa ra quyết định, cùng với tất cả các ẩn ý đi kèm.

> Vào lần đầu tiên các nhà đầu tư mới vào nghề nhìn thấy hiện tượng này xảy ra, cũng dễ hiểu khi họ nghĩ rằng một điều chưa từng xảy ra trước đây - sự chấm dứt của các chu kỳ - lại có thể xảy ra. Nhưng vào lần thứ hai hoặc lần thứ ba, những nhà đầu tư này, bây giờ đã có kinh nghiệm, hẳn phải nhận ra điều đó sẽ không bao giờ xảy ra, và họ cần biến nhận thức này thành thế mạnh của họ.
>
> Trong lần tiếp theo bạn được tiếp cận với một giao dịch dự đoán rằng chu kỳ đã không xảy ra, hãy nhớ rằng đặt cược vào đó chắc chắn thua.
>
> (*The Most Important Thing*)

Vào năm 1968, tôi 22 tuổi và là một người mới trong lĩnh vực đầu tư, cũng như mới đầu tiếp xúc với Nifty Fifty. Những người có kinh nghiệm hơn tôi nhiều đã hô hào về sự tuyệt vời của các công ty, tiềm năng phát triển vô biên của chúng, thực tế rằng không có điều gì xấu có thể xảy ra với chúng, và do đó không có bất kỳ giới hạn nào về giá cổ phiếu của chúng. Tôi đã nuốt trọn những câu chuyện đó. Tôi nhớ không ai đứng ra phản đối sự phi lý của những quan điểm quá đà này. Vì vậy, tôi đã may mắn học được những bài học đầu tiên của mình về tính chu kỳ, giá trị và rủi ro khi còn rất trẻ, cũng như không đặt cược quá nhiều vào những khái niệm sai lầm thời đó.

Tôi đã bớt ngây thơ hơn khi tổ chức những phản hồi của Citibank trước lệnh cấm vận dầu mỏ Ả Rập vào năm 1973, khi giá dầu tăng từ 20 đô la lên tới 60 đô la một thùng và các nhà phân tích năng lượng đã nhìn thấy nguy cơ tăng giá liên tục. Tôi cũng đã có thêm kinh nghiệm khi sự kỳ diệu của máy tính dẫn

đến hình thành quá nhiều công ty phần cứng vào những năm 1980, đến nỗi vượt quá số lượng cần thiết.

Nhưng sau đó, khi đã có vài chục năm kinh nghiệm, tôi có thể nhận ra sự quá đà của bong bóng công nghệ/Internet/thương mại điện tử vào cuối những năm 1990, cũng như hành vi không bị nghi ngại trong thị trường vốn – điều cuối cùng đã dẫn đến Khủng hoảng tài chính toàn cầu năm 2007-2008. Quá trình học hỏi về sự quá đà trên thị trường - và vai trò của chúng trong các chu kỳ - là một phần không thể thiếu trong hệ thống kiến thức của mọi nhà đầu tư.

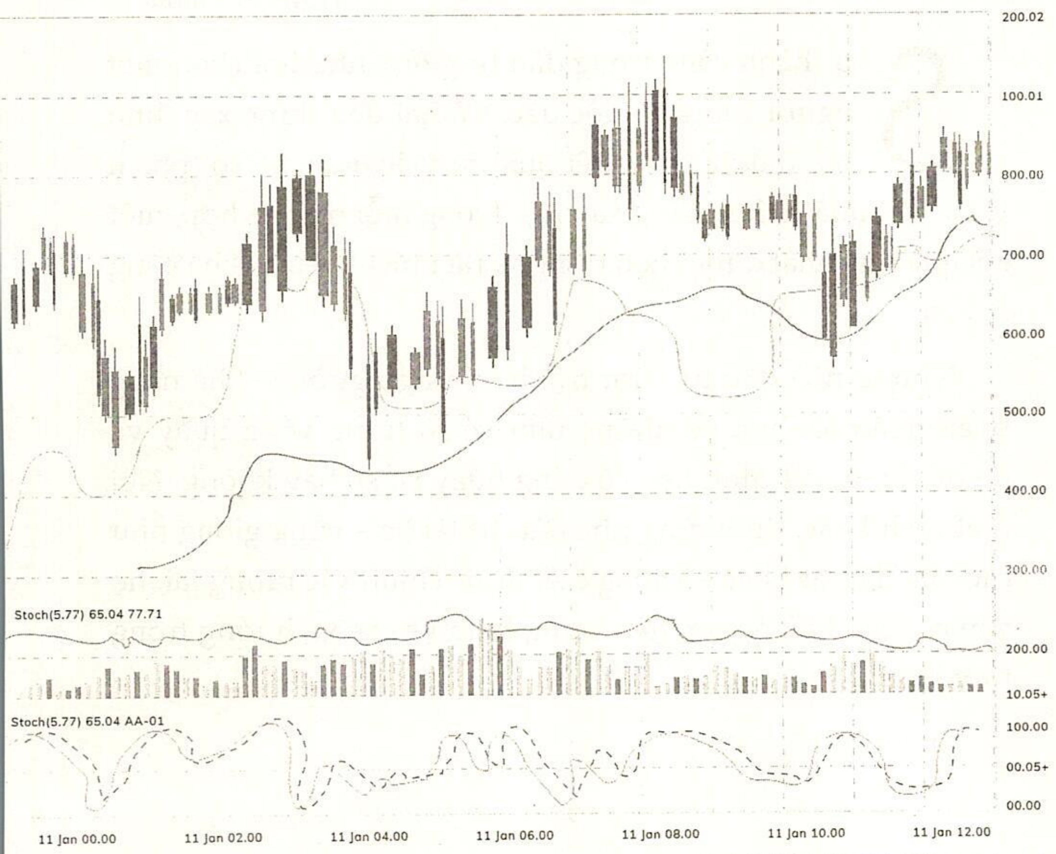


Xu hướng rằng con người luôn đi quá xa sẽ không bao giờ kết thúc. Và do đó, vì những sự quá đà này cuối cùng đều sẽ phải điều chỉnh lại, sự hình thành các chu kỳ cũng sẽ không bao giờ kết thúc. Nền kinh tế và thị trường chưa bao giờ dịch chuyển theo một đường thẳng trong quá khứ, chúng cũng sẽ không dịch chuyển như vậy trong tương lai. Điều đó có nghĩa là các nhà đầu tư thấu hiểu được chu kỳ sẽ tìm thấy những cơ hội tạo ra lợi nhuận.

00:01

18

ĐIỀU CỐT LÕI CỦA CHU KỲ



1.27 65 4

1.27 65 7

Sell

Buy

Tôi sẽ đưa ra kết luận bằng việc tập hợp lại một số đoạn văn trong cuốn sách, những đoạn mà tôi nghĩ rằng là chìa khóa để hiểu về chu kỳ, nguồn gốc của chúng và cách đối phó với chúng. Tôi cũng sẽ thay đổi một vài nội dung nếu cần thiết để những đoạn văn đó có thể đứng độc lập ở đây, không có bối cảnh đi kèm. Đây không phải bản tóm tắt của cuốn sách, mà là một bản tổng hợp về những quan sát quan trọng.

Howard Marks

Sự thành công trong đầu tư giống như lựa chọn một người trúng số độc đắc. Cả hai đều được xác định bởi một tấm vé (kết quả) từ việc quay xổ số (phạm vi các kết quả có khả năng xảy ra). Trong mỗi trường hợp, một kết quả duy nhất được chọn trong số rất nhiều điều có khả năng xảy ra.

Những nhà đầu tư vượt trội là những người có khả năng phán đoán tốt hơn về những tấm vé số trong vòng quay và do đó, họ quyết định liệu có đáng quay xổ số hay không. Nói một cách khác, dù những nhà đầu tư tài ba – cũng giống như các nhà đầu tư khác – không biết được chính xác tương lai, họ vẫn có hiểu biết ở mức trên trung bình về các xu hướng trong tương lai.

(trang 26-27)

≈

Ưu thế thay đổi khi vị thế của chúng ta trong chu kỳ thay đổi. Nếu không thay đổi quan điểm đầu tư theo những sự thay đổi đó thì chúng ta sẽ rơi vào cảnh bị động trong chu kỳ. Nói

một cách khác, khi đó chúng ta đã bỏ qua cơ hội giành lấy lợi thế về mình. Nếu sử dụng một số hiểu biết về chu kỳ, chúng ta có thể tăng tiền cược và rót chúng vào các khoản đầu tư quyết liệt hơn - khi tỷ lệ cá cược đang có lợi cho chúng ta, hoặc ta có thể rút tiền ra khỏi cuộc chơi và tăng khả năng phòng thủ khi tỷ lệ cược đang ở thế bất lợi.

(trang 34)

≈

Theo quan điểm của tôi, cách tốt nhất để có thể tối ưu hóa việc định vị một danh mục đầu tư ở một thời điểm nhất định là thiết lập sự cân bằng giữa đầu tư theo xu hướng tấn công và đầu tư theo xu hướng phòng thủ. Và tôi tin rằng sự cân bằng giữa tấn công/phòng thủ nên được điều chỉnh theo thời gian để đáp ứng với những thay đổi về trạng thái của môi trường đầu tư, nơi chứa đựng những yếu tố của chu kỳ.

Từ khóa cần chú ý tới là "điều chỉnh". Tổng số tiền mà bạn đầu tư, sự phân bổ vốn của bạn giữa các khả năng khác nhau, và những rủi ro đối với tài sản bạn nắm giữ – tất cả nên được điều chỉnh liên tục, khi bạn chuyển từ đầu tư theo xu hướng tấn công sang đầu tư theo xu hướng phòng thủ... Khi chúng ta nhận thấy giá trị rẻ thì nên quyết liệt đầu tư, khi chúng ta nhận thấy giá trị đắt thì nên rút lại. Điều chỉnh vị thế của một danh mục đầu tư là nội dung chủ yếu của cuốn sách này.

(trang 24)

≈

Điểm mấu chốt là trong thế giới của các nhà đầu tư, chu kỳ lên và xuống, trong khi quả lắc thì dao động nhịp nhàng trước sau. Dao động của chu kỳ và quả lắc có nhiều hình thức và liên quan đến rất nhiều các hiện tượng khác nhau, nhưng lý do cơ bản của chúng - cũng như những kiểu mẫu mà chúng tạo ra - lại có nhiều điểm chung, chúng có xu hướng khá nhất quán trong thời gian dài. Hoặc như theo câu nói được cho là của Mark Twain (dù không có bằng chứng nào cho thấy ông thực sự nói), thì: "Lịch sử không tự lặp lại chính nó, nhưng nó đúng là có lặp lại."

Cho dù Twain có là người phát biểu hay không thì câu nói trên cũng đã tóm tắt phần lớn nội dung mà cuốn sách này đề cập tới. Chu kỳ rất đa dạng về mặt nguyên do và chi tiết, thời điểm và độ dài, nhưng sự lên và xuống (và những lý do tạo ra chúng) sẽ xảy ra không bao giờ dứt, tạo ra những thay đổi trong môi trường đầu tư – và do vậy cũng kéo theo sự thay đổi trong hành vi đầu tư.

Thực tế là hiệu suất của những vấn đề này bị tác động mạnh trong ngắn hạn bởi nhiều yếu tố, trong đó có sự tham gia của con người, và hành động của con người thì không hề ổn định. Hành động của con người thường xuyên thay đổi theo thời gian, bởi vì những thứ mà ta có thể tóm lại trong một từ "tâm lý". Do vậy, hành vi con người chắc chắn thay đổi... khi môi trường thay đổi, nhưng đôi khi các hành vi cũng thay đổi vì không có sự thay đổi của môi trường.

(trang 40-41)



Chu kỳ dao động xung quanh một điểm giữa. Điểm giữa của một chu kỳ nhìn chung được coi như một xu thế trường kỳ, một tiêu chuẩn, một giá trị cân bằng, một điểm trung bình hoặc "điểm cân bằng giữa hai thái cực", và nói chung là phù hợp với tinh thần "đúng đắn và hợp lý". Mặt khác, các điểm cực trong chu kỳ được xem như những điểm khác thường hoặc điểm vượt giới hạn để từ đó quay về. Dù những điều mang tính chu kỳ thường ở trên hoặc ở dưới điểm giữa hầu hết thời gian, thì nguyên tắc phổ biến vẫn là sự vận động cuối cùng sẽ hướng về điểm trung bình. Sự vận động từ điểm cực đại hoặc điểm cực tiểu hướng về điểm giữa thường được mô tả như "sự hồi quy về điểm trung bình", một xu hướng mạnh mẽ và hợp lý trong hầu hết các hiện tượng của cuộc sống. Nhưng ta có thể hiểu rằng các kiểu mẫu có tính chu kỳ nhìn chung sẽ bao gồm các vận động đi từ điểm giữa hướng về điểm cực tiềm năng, cũng như các vận động đi từ một điểm cực hướng về điểm giữa.

Nhìn chung, một điểm giữa hợp lý sẽ tạo ra một lực hút, kéo tất cả mọi thứ trong chu kỳ quay trở lại, đi từ những điểm cực trở về hướng "thông thường". Nhưng sự thông thường ít khi duy trì được trong một thời gian dài, vì những tác động khiến sự dao động hướng về điểm giữa tiếp tục diễn ra, và do đó dao động sẽ đi từ một điểm cực vượt qua điểm cân bằng và tiếp tục hướng về điểm cực đối lập.

Điều quan trọng là nhận ra và thừa nhận độ tin cậy của kiểu mẫu này. Các đặc điểm luôn biến đổi, nhưng các động lực cơ bản thường luôn giống nhau.

(trang 44-45)



Những tín hiệu cảnh báo khi mỗi lần hiện tượng bùng nổ/ phá sản xảy ra là những chủ đề chung mang tính tổng quát sau đây: sự lạc quan thái quá là một điều rất nguy hiểm; thận trọng với rủi ro là một yếu tố cần thiết để thị trường an toàn; và sự quá hào phóng của thị trường vốn cuối cùng sẽ dẫn đến hoạt động tài chính thiếu khôn ngoan, do vậy khiến những người tham gia gặp nguy hiểm. Tóm lại, những chi tiết không quan trọng và có thể không liên quan. Nhưng chủ đề chung lại rất cần thiết và chúng hoàn toàn có xu hướng tái diễn. Hiểu được xu hướng đó – và có thể phát hiện thấy sự tái diễn – là một trong những yếu tố quan trọng nhất cần có để đối phó với các chu kỳ.

(trang 55-56)



Càng rời xa điểm giữa, chu kỳ càng có nhiều nguy cơ gây hỗn loạn – ví dụ như khi tiến tới điểm khác thường hoặc điểm vượt giới hạn. Dao động càng hướng gần tới một điểm cực, thì sự dao động ngược trở lại càng trở nên mãnh liệt và có thể gây ra nhiều thiệt hại, bởi vì những hành động được thúc đẩy bởi sự vận hành của chu kỳ tại điểm cực sẽ không phù hợp khi ta quay trở lại những vị trí khác trong chu kỳ.

Nói cách khác, nguy cơ hỗn loạn sẽ tăng lên khi sự vận động tiến xa điểm cân bằng, bởi nền kinh tế và các công ty khi đó hoạt động "quá tốt" và giá cổ phiếu tăng "quá cao". Sự

tăng trưởng chỉ dẫn tới những điều chỉnh đơn thuần, và theo sau thị trường giá lên là thị trường giá giảm. Nhưng tình trạng bùng nổ và bong bóng lại kéo theo những tàn phá, đổ vỡ và hoảng loạn.

(trang 45-46)

≈

Hầu hết mọi người nghĩ chu kỳ là một chuỗi các sự kiện nối tiếp nhau theo một trình tự thông thường: Sau dao động đi lên là dao động đi xuống, và cuối cùng sau đó là một dao động đi lên mới. Nhưng để có được một cái nhìn toàn diện về chu kỳ, chỉ như vậy là chưa đủ. Các sự kiện trong vòng đời của chu kỳ không đơn thuần là sự kiện nối tiếp sự kiện, mà quan trọng hơn hẳn thế, sự kiện này là *nguyên nhân* gây ra sự kiện tiếp theo.

(trang 48)

≈

Những thứ mà tôi gọi là chu kỳ không hoàn toàn xuất phát (hoặc thậm chí không hề liên quan) từ hoạt động của những quy trình cơ học, khoa học và vật lý. Nếu vậy thì chúng đã chắc chắn và dễ dự đoán hơn nhiều – nhưng trong trường hợp đó, khả năng sinh lời sẽ ít hơn. (Bởi vì những khoản lợi nhuận lớn nhất đến từ việc ta có thể nhìn nhận mọi thứ tốt hơn người khác, nếu chu kỳ hoàn toàn chắc chắn và có thể dự đoán được thì việc nhìn nhận được chúng chẳng hề khiến

ta trở nên vượt trội.) Đôi khi ta có một nguyên tắc cơ bản (và đôi khi không), nhưng sự biến đổi chủ yếu là do vai trò của con người trong việc hình thành chu kỳ. Sự tham gia của con người trong quá trình này khiến những xu hướng bị tác động bởi cảm xúc và tâm lý của họ ảnh hưởng đến các hiện tượng mang tính chu kỳ. Những cơ hội hay sự ngẫu nhiên cũng đóng vai trò quan trọng trong một vài chu kỳ, và hành vi của con người cũng góp phần khiến chu kỳ tồn tại. Con người là lý do chính khiến chu kỳ tồn tại, ngoài ra, cùng với tính ngẫu nhiên, sự không nhất quán và không chắc chắn của họ cũng đã sinh ra chu kỳ.

Nỗ lực giải thích cuộc sống thông qua việc nhận diện các kiểu mẫu và từ đó đưa ra các công thức chiến thắng thường sẽ rất phức tạp, bởi vì chúng ta đang sống trong một thế giới bị bao vây bởi các yếu tố ngẫu nhiên và mọi người không cư xử giống nhau trong các tình huống, ngay cả khi họ có dự định trước. Việc nhận ra rằng các sự kiện quá khứ bị ảnh hưởng lớn bởi những điều trên – và do đó những sự kiện tương lai không thể dự đoán đầy đủ được – thật không dễ chịu gì, vì nó khiến cuộc sống khó dự kiến hơn, khó đưa ra các nguyên tắc và khó được an toàn. Do vậy, con người tìm kiếm những lời giải thích để các sự kiện trở nên dễ hiểu… đến nỗi ta đã làm thái quá, không còn hợp lý. Điều này đúng trong đầu tư, và cũng đúng trong các khía cạnh khác của cuộc sống.

(trang 62-64)



Tại sao vấn đề quả lắc lại quan trọng đến vậy? Xét về bản chất, việc chu kỳ có xu hướng đi lên hoặc đi xuống quá mạnh phần lớn đến từ – và đại diện cho – những hành động chịu tác động thái quá của tâm lý.

Trong kinh doanh, những chu kỳ tài chính và chu kỳ thị trường khi thì đi lên quá mức, khi lại đi xuống quá mức. Chúng là kết quả của những dao động quả lắc quá đà trong tâm lý. Vì vậy, việc hiểu và cảnh giác trước những thay đổi thái quá là một trong những yêu cầu đầu tiên để tránh khỏi những tác hại từ các cực điểm mang tính chu kỳ, và hy vọng là ta có thể thu lại lợi nhuận từ chúng.

Những tiêu chuẩn về sự tăng trưởng và sự định giá có thể hiểu là "đúng đắn" và "lành mạnh". Và nếu các nhà đầu tư xây dựng các hành vi của họ xung quanh các tiêu chuẩn này - thay vì nuôi hy vọng đạt được nhiều hơn và cuối cùng lại khiến kết quả sụt giảm - thì thế giới sẽ trở nên ổn định hơn, bớt náo động và ít xảy ra sai lầm hơn. Nhưng đó lại không phải bản chất của vạn vật trên đời.

(trang 123-124)



Tất cả dường như rất rõ ràng: Các nhà đầu tư hiếm khi duy trì được vị thế khách quan, lý trí, trung lập và ổn định. Đầu tiên, họ thể hiện các mức độ cao của sự lạc quan, tham lam, chấp nhận rủi ro và đầy tin tưởng, và hành vi sau đó của họ làm giá cổ phiếu tăng, lợi suất tiềm năng giảm và mức rủi ro tăng cao.

Nhưng sau đó, vì một vài lý do - có lẽ vì sự xuất hiện của một đỉnh điểm - họ chuyển sang bi quan, sợ hãi, đề phòng rủi ro và hoài nghi. Điều này khiến cho giá cổ phiếu giảm xuống, lợi suất trong tương lai tăng và mức rủi ro giảm. Đáng chú ý rằng mỗi một nhóm hiện tượng thường xảy ra đồng loạt và sự dao động từ vị trí này sang vị trí khác thường biến động lớn hơn bản chất của chúng.

Đây là một điều điên rồ. Trong thế giới thực, mọi thứ nhìn chung dao động giữa "khá tốt" và "không quá tuyệt". Nhưng trong thế giới đầu tư, nhận thức thường xuyên dao động giữa "hoàn hảo" và "vô vọng". Sự chuyển động của quả lắc luôn đi từ điểm cực này sang điểm cực khác, hầu như không dừng lại ở "điểm cân bằng giữa hai thái cực", và gần như chỉ duy trì sự hợp lý trong một chừng mực rất ít ỏi. Đầu tiên là phủ nhận, và sau đó là đầu hàng.

(trang 137-138)



Ở những biến động cực hạn nhất trong dao động của quả lắc, một quá trình có thể xuất hiện dưới dạng một vòng tròn đi lên mãi hoặc một vòng tròn đi xuống mãi. Khi các sự kiện trước hết được thống trị bởi tinh thần tích cực và tâm lý màu hồng, những phát triển tiêu cực có xu hướng bị bỏ qua, mọi thứ đều được diễn giải một cách thuận lợi và dường như chẳng điều gì có thể trở nên tồi tệ hơn. Nhưng mặt khác, khi mọi thứ diễn ra theo chiều hướng xấu trong vài tháng hoặc vài năm thì

tâm lý trở nên đặc biệt tiêu cực, và nguy cơ là những sự phát triển có thể bị lãng quên.

Các nhà đầu tư vượt trội – những người chống lại được những tác động bên ngoài, có thể duy trì cảm xúc cân bằng và hành động lý trí – nhận thấy được cả các sự kiện tích cực lẫn sự kiện tiêu cực. Họ đánh giá các sự kiện một cách khách quan và phân tích chúng một cách độc lập. Nhưng thực tế là đôi khi sự hào hứng và lạc quan là nguyên nhân khiến phần lớn các nhà đầu tư nhìn nhận sự việc tích cực hơn so với mức bảo đảm, và đôi khi sự trầm lắng và bi quan khiến họ chỉ nhìn thấy những điều xấu và diễn giải các sự kiện một cách tiêu cực. Từ chối không hành động như vậy là một trong những bí quyết để thành công trong đầu tư.

Thông thường, khi một trong hai thái cực lên cao, ta rất dễ quan sát hiện tượng đó, dẫn tới việc "lời gợi ý" dành cho các nhà đầu tư hẳn cũng rất rõ ràng đối với những con người có đôi mắt khách quan. Nhưng tất nhiên, sự dao động của quả lắc thị trường tới một trong hai điểm cực xảy ra chỉ vì lý do rất đơn giản, đó là tâm lý của hầu hết những người tham gia vào thị trường đều di chuyển theo cùng một hướng, đúng chuẩn xu thế đám đông.

(trang 140-142)

≈

Quan điểm của tôi rằng rủi ro là yếu tố chính trong đầu tư khiến tôi đưa ra kết luận là vào bất cứ thời điểm nào, cách các

nhà đầu tư cùng nhìn nhận rủi ro và đưa ra những cư xử dựa theo nó có tầm quan trọng rất lớn trong việc hình thành môi trường đầu tư – nơi chúng ta hoạt động. Và trạng thái của môi trường là chìa khóa xác định chúng ta nên cư xử như thế nào đối với rủi ro tại thời điểm đó. Việc xác định vị trí của thái độ đối với rủi ro trong chu kỳ thái độ có lẽ là chủ đề quan trọng nhất của cuốn sách này.

(trang 146)



Những thời điểm tốt đẹp có thể khiến con người hành xử lạc quan hơn, bớt thận trọng và thực hiện các khoản đầu tư mà lợi suất không đủ để bù đắp rủi ro. Hơn nữa, bởi vì các nhà đầu tư bớt bi quan và bớt cảnh giác, họ thường có xu hướng không đoái hoài tới những khoản đầu tư ở mức an toàn trên tiến trình liên tiếp của rủi ro/lợi nhuận. Sự kết hợp các yếu tố này khiến mức giá của các tài sản rủi ro lớn hơn các tài sản an toàn. Do vậy, không có gì ngạc nhiên khi các khoản đầu tư thiếu khôn ngoan lại thường được thực hiện tại những thời điểm tốt đẹp hơn là những lúc khó khăn. Con người thường có xu hướng thực hiện những khoản đầu tư rủi ro vào các thời điểm tốt, ngay cả khi mức giá cao hơn cho khoản đầu tư mạo hiểm có thể có nghĩa là phần bù đắp cho rủi ro ít ỏi hơn so với những thời điểm nhà đầu tư cảnh giác với rủi ro. Khi các sự kiện tiêu cực xảy ra, việc không có phần bù rủi ro thỏa đáng và biên sai lầm không đủ lớn đã chứng minh các khoản đầu tư này là thiếu sáng suốt.

Tiếp sau những điều trên là rủi ro thực chất sẽ ở mức cao trong khi các nhà đầu tư cảm thấy rủi ro chỉ ở mức thấp. Và phần bù đắp cho rủi ro chỉ ở mức tối thiểu trong khi rủi ro lại đang ở mức cao nhất (có nghĩa là khi phần bù rủi ro trở nên cần thiết nhất). Đầu tư gì mà lý trí đến vậy cơ chứ!

Đối với tôi, điều quan trọng nhất trong số tất cả những điều trên chính là: Khoản đầu tư rủi ro nhất xuất hiện khi người ta tin rằng chẳng hề có rủi ro. Sự chấp nhận rủi ro diễn ra trên phạm vi rộng – tức nhà đầu tư dễ dãi với rủi ro ở mức cao – là điềm báo lớn nhất cho sự suy giảm của thị trường. Nhưng điều này lại hiếm khi được nhận thức tại thời điểm mà việc nhận thức nó – và trở nên thận trọng – là điều quan trọng nhất.

(trang 156-158)

≈

Cũng như mức độ thận trọng trước rủi ro không đủ lớn sẽ khiến các nhà đầu tư đẩy giá lên cao và "đu" đỉnh – điều sinh ra bởi quan niệm kiếm tiền quá dễ dàng trong một thế giới mà họ không nhận thấy có rủi ro gì xảy ra; thì khi mọi sự không được tích cực, họ lại đẩy giá xuống và bán khi giá chạm đáy. Trải nghiệm không mấy dễ chịu họ mới phải trải qua đã thuyết phục họ - trái ngược với những gì họ từng nghĩ khi mọi thứ diễn ra tốt đẹp - rằng đầu tư là một lĩnh vực rủi ro mà họ không nên tham gia. Và kết quả là sự thận trọng với rủi ro của họ sẽ đi thẳng từ "không đủ lớn" đến "thái quá".

Họ trở nên lo lắng. Cũng như việc chấp nhận rủi ro đã biến họ thành người mua tài sản bị định giá quá cao, bây giờ sự sợ hãi rủi ro khiến họ trở thành những người bán - chắc chắn không phải người mua nữa - khi giá tài sản chạm đáy.

(trang 159-160)

≈

Trong lúc hoảng loạn, con người dành 100% thời gian để chắc chắn rằng sẽ không có tổn thất xảy ra... đúng vào lúc họ nên lo lắng về việc có nguy cơ bỏ lỡ những cơ hội đầu tư tuyệt vời.

Trong thời điểm tiêu cực tuyệt đối, sự thận trọng quá mức với rủi ro có thể khiến cho giá xuống thấp hết mức, tới mức thua lỗ thêm rất khó có thể xảy ra và do vậy, rủi ro thua lỗ trở thành tối thiểu. Do vậy, khoảng thời gian an toàn nhất để mua vào thường sẽ đến khi mọi người tin rằng chẳng còn hy vọng nào nữa.

(trang 183)

≈

Bởi vì thái độ đối với rủi ro dao động từ cao xuống thấp, cho nên cơ hội tạo ra lợi nhuận hay thua lỗ cũng vậy. Khi mọi thứ tốt đẹp và giá tài sản bay cao, các nhà đầu tư thường nhìn về tương lai với viễn cảnh màu hồng, rủi ro như một người bạn và lợi nhuận có thể dễ dàng kiếm được. Mọi người đều có cùng một thái độ như nhau, có nghĩa là mức giá trở nên bất ổn định

vì người ta ít đề phòng rủi ro. Các nhà đầu tư trở nên dễ dàng chấp nhận rủi ro đúng vào lúc đáng ra họ nên thận trọng trước rủi ro.

Và khi các sự kiện trở nên bi quan, thái độ của các nhà đầu tư cũng vậy. Họ cho rằng thị trường là một nơi ném tiền qua cửa sổ, rủi ro trở thành thứ phải tránh bằng mọi giá và tiềm năng thua lỗ là một nguy cơ rất dễ xảy ra. Sự thận trọng quá mức khiến (a) không một ai chấp nhận những khả năng lạc quan và (b) họ cũng không thể đồng thuận rằng giả thuyết họ đưa ra là "quá *tồi tệ* để có thể trở thành hiện thực".

Giống như mức độ chấp nhận rủi ro không có giới hạn khi đang ở trên đỉnh, giới hạn cũng không hề tồn tại khi ở mức đáy. Những sự kiện tiêu cực có thể khiến giá giảm xuống tới mức sự thua lỗ khó có thể xảy ra và lợi nhuận có thể đạt được trở nên khổng lồ. Nhưng nỗi đau từ sự suy giảm trước đó có xu hướng làm nhà đầu tư thêm thận trọng với rủi ro và khiến họ đứng ngoài cuộc chơi đúng vào lúc mức giá (và do đó rủi ro) đang ở mức thấp nhất.

(trang 161-162)

≈

Hiểu được các nhà đầu tư đang nghĩ gì và giải quyết rủi ro như thế nào có lẽ là điều quan trọng nhất cần quan tâm. Nói tóm lại, chấp nhận rủi ro một cách thái quá góp phần gây nên nguy hiểm, và dao động hướng tới thận trọng quá mức với rủi ro sẽ làm thị trường rơi vào cảnh chán nản, làm xuất hiện một vài cơ hội đầu tư tuyệt vời.

Sự biến động, hoặc thay đổi trong thái độ đối với rủi ro là kết quả của một vài chu kỳ, và là nguyên nhân gây ra hoặc làm tăng thêm mức độ của các chu kỳ khác. Nó sẽ luôn luôn tiếp diễn như vậy, bởi dường như tâm lý bản năng của hầu hết mọi người là trở nên lạc quan và dễ dàng chấp nhận rủi ro hơn khi mọi thứ diễn ra tốt đẹp; và sau đó họ lại lo lắng, thận trọng với rủi ro khi tình hình đi xuống. Điều đó có nghĩa là mọi người sẵn sàng mua vào nhất khi họ đáng ra nên thận trọng nhất, và họ miễn cưỡng mua nhất đúng vào lúc họ nên xông xáo nhất. Những nhà đầu tư tài ba đã nhận ra điều này và luôn cố gắng hành động ngược chiều xu hướng.

(trang 186-187)



Những thay đổi trong nguồn cung ứng vốn hoặc nguồn cung tín dụng là một trong những điều gây ảnh hưởng cơ bản nhất đến nền kinh tế, các công ty và thị trường. Mặc dù chu kỳ tín dụng ít được biết đến so với phần lớn các chu kỳ khác được thảo luận trong cuốn sách này, tôi vẫn đánh giá nó có tầm quan trọng rất lớn và sức ảnh hưởng sâu sắc.

Khi cửa sổ tín dụng mở ra, việc cấp vốn trở nên dễ dàng, nguồn cung ứng dồi dào và dễ sở hữu; nhưng khi nó đóng lại, hoạt động cấp vốn trở nên khan hiếm và ta rất khó nhận được chúng. Cuối cùng, một điều cần thiết luôn phải ghi nhớ là cánh cửa có thể chuyển từ trạng thái mở rộng sang trạng thái đóng sập ngay lập tức. Có rất nhiều điều cần biết để hiểu đầy đủ về

chu kỳ này – bao gồm cả nguyên nhân gây ra những chuyển động có tính chu kỳ và tác động của chúng – nhưng điều trên là điểm mấu chốt nhất.

(trang 192-193)

≈

Thời kỳ thịnh vượng mở rộng việc cho vay, dẫn đến các khoản cho vay thiếu khôn ngoan, gây ra nhiều tổn thất lớn, điều này lại khiến những người cho vay dừng cho vay, dẫn tới kết thúc giai đoạn thịnh vượng và cứ tiếp tục như vậy.

(trang 198)

≈

Tìm kiếm nguyên nhân của một cực điểm trong thị trường thường đòi hỏi ta phải tua ngược cuốn băng hình của chu kỳ tín dụng về một vài tháng hoặc một vài năm trước. Hầu hết các thị trường tăng giá một cách mạnh mẽ là do sự tăng lên đột ngột của việc sẵn lòng cấp vốn – thứ thường xảy ra một cách thiếu thận trọng. Tương tự như vậy, hầu hết sự sụp đổ là hệ quả khi các nhà cung cấp vốn từ chối rót tiền cho các công ty, ngành công nghiệp hoặc toàn bộ những người đi vay.

(trang 203)

≈

Chìa khóa để giải quyết chu kỳ tín dụng nằm ở việc biết rằng nó đạt đến đỉnh điểm khi mọi thứ đã diễn ra tốt đẹp trong một

khoảng thời gian, tin tức khả quan, mức thận trọng với rủi ro thấp và các nhà đầu tư thì háo hức hành động. Điều này khiến những người đi vay dễ dàng gọi vốn và khiến người mua cùng nhà đầu tư phải cạnh tranh để có cơ hội cung cấp khoản vay. Kết quả là xuất hiện những khoản tài trợ vốn giá rẻ, tiêu chuẩn tín dụng thấp, các giao dịch lỏng lẻo và mở rộng tín dụng thiếu khôn ngoan. Những người đi vay nắm ưu thế khi cửa sổ tín dụng mở rộng – chứ không phải người cho vay hay nhà đầu tư. Hàm ý của tất cả những điều này rất rõ ràng: Hãy hành động cẩn trọng.

Điều hoàn toàn ngược lại có thể trở thành hiện thực ở một điểm cực khác của chu kỳ tín dụng. Ta đạt tới cực tiểu khi xuất hiện những tình tiết không mấy dễ chịu, sự thận trọng với rủi ro tăng cao và các nhà đầu tư trở nên chán nản. Trong hoàn cảnh như vậy, không ai muốn cung cấp vốn, thị trường tín dụng đóng băng và những lời đề xuất vay vốn khó lòng được đáp ứng. Tình cảnh này lại đặt chìa khóa vào tay những nhà cung cấp vốn hơn là những người đi vay.

Bởi vì việc đi vay rất khó khăn và nguồn vốn nhìn chung không sẵn có, những người sở hữu vốn sẵn sàng cung ứng nó có thể áp dụng những tiêu chuẩn nghiêm ngặt, xây dựng cấu trúc khoản vay vững vàng, đề ra các điều khoản bảo vệ và yêu cầu lợi nhuận cao. Những điều như vậy sẽ cung cấp một biên an toàn cần thiết để đầu tư vượt trội. Khi các điều kiện này được đảm bảo, các nhà đầu tư nên chuyển sang một thái độ quyết liệt hơn.

Các khoản đầu tư vượt trội không đến từ việc mua những tài sản chất lượng cao, mà đến từ việc mua vào khi thương vụ

ngon ăn, giá thấp, lợi nhuận tiềm năng cao và rủi ro được giới hạn. Những điều kiện này thường xuất hiện khi thị trường tín dụng đang ở trạng thái ít hưng phấn và nghiêm ngặt hơn của chu kỳ. Dường như giai đoạn "đóng sầm cửa" của chu kỳ tín dụng sẽ góp phần tạo ra nhiều "món hời" hơn bất cứ nhân tố nào khác.

(trang 218-219)

≈

Giá trị của tài sản không quá ổn định và chắc chắn chúng không thể đủ mạnh để duy trì suốt thời gian dài. Không thể tránh được, cảm xúc của con người sẽ khiến giá tài sản - kể cả những tài sản có giá trị - thay đổi tới mức cực điểm và không hề bền vững: hoặc là cao một cách chóng mặt, hoặc là bi quan quá mức.

Nói tóm lại, đặt trọn niềm tin vào việc chu kỳ chắc chắn sẽ xảy ra như tôi đã thôi thúc có nghĩa là một số từ và cụm từ sẽ phải được loại bỏ khỏi kho từ vựng của các nhà đầu tư thông minh. Chúng bao gồm "không bao giờ", "luôn luôn", "mãi mãi", "không thể", "sẽ không", "sẽ" và "phải".

(trang 245)

≈

Khoảng 45 năm trước – vào thời kỳ đầu những năm 1970 – tôi đã nhận được một trong những món quà tuyệt vời nhất mà tôi từng được tặng, đó là khi một nhà đầu tư lớn tuổi và có kinh nghiệm cho tôi biết về "Ba giai đoạn của một thị trường tăng giá":

- Giai đoạn đầu tiên: Khi chỉ một thiểu số người am hiểu khác thường tin rằng mọi thứ sẽ trở nên tốt đẹp hơn.
- Giai đoạn thứ hai: Khi hầu hết các nhà đầu tư đều nhận ra rằng những cải thiện đang thực sự diễn ra.
- Giai đoạn thứ ba: Khi tất cả mọi người cùng khẳng định rằng mọi thứ sẽ tốt đẹp lên mãi mãi.

Sự xuất hiện của chân lý đơn giản này đã mở ra cho tôi khái niệm về các thái cực trong tâm lý của các nhà đầu tư và tác động của các thái cực đó đến chu kỳ của thị trường. Cũng giống như nhiều trích dẫn và các câu ngạn ngữ hay, chân lý trên cung cấp rất nhiều điều thông thái chỉ trong một vài từ đơn giản. Tất cả đều xoay quanh khả năng có thể thay đổi của thái độ, kiểu mẫu mà chúng diễn ra và cách mà chúng góp phần gây nên những sai lầm.

Trong giai đoạn đầu tiên, bởi vì hầu hết các nhà đầu tư đều không nhìn thấy khả năng cải thiện, nên tài sản không được định giá cao, giá chứng khoán chỉ thể hiện một ít hoặc không hề có chút tinh thần lạc quan nào hết. Thông thường, giai đoạn đầu tiên xảy ra sau khi giá tài sản bị "nghiền nát", và chính xu hướng đi xuống làm giá giảm cũng đã hủy hoại tâm lý, làm những thành viên trong đám đông quay lưng lại với thị trường và khiến họ thề sẽ không bao giờ tham gia đầu tư nữa.

Mặt khác, vào giai đoạn cuối cùng, các sự kiện đã diễn ra tốt đẹp trong một khoảng thời gian rất dài – và điều đó được phản ánh đầy rõ nét trong mức giá của tài sản và tiếp tục nâng cao

tinh thần của thị trường hơn nữa – đến mức các nhà đầu tư suy ra rằng sự cải thiện này sẽ không có hồi kết và họ đấu giá tăng lên để thể hiện sự lạc quan của mình. Cây thường không vươn cao được lên tới bầu trời, nhưng trong giai đoạn này các nhà đầu tư hành động như thể chúng có thể phát triển được như vậy... và họ đưa ra mức giá để nhận về những tiềm năng không giới hạn mà họ nhận thấy. Không mấy điều lại phải trả giá đắt như việc trút tiền cho một cơ hội, nhưng hóa ra cơ hội đó đã bị đánh giá quá cao.

Từ điều trên, những người đầu tư ở giai đoạn đầu tiên – khi gần như không ai có thể nhìn thấy lý do để lạc quan – đã mua được tài sản ở mức giá hời, những tài sản mà sau đó có thể định giá lên cao. Nhưng những người mua ở giai đoạn thứ ba lúc nào cũng phải trả giá cao vì thị trường nhiệt huyết quá mức và kết quả là họ sẽ mất tiền.

(trang 260-261)

≈

Điều quan trọng nhất phải được chú ý là tâm lý lên tới cực điểm, sự sẵn có của tín dụng đạt mức tối đa, giá tối đa, lợi nhuận tiềm năng tối thiểu và rủi ro tối đa - tất cả chúng sẽ đạt cực điểm cùng một lúc, và thường những cực điểm này thường xuyên xảy ra đồng thời với cơn bộc phát mua vào cuối cùng.

(trang 272)

≈

Khi "đỉnh" của chu kỳ thị trường quay ngược lại, bây giờ chúng ta lại nhìn thấy tâm lý xuống mức thấp nhất, khả năng tiếp cận với tín dụng là con số 0, mức giá rơi xuống thấp nhất, lợi suất tiềm năng lên tối đa và rủi ro tối thiểu, tất cả cùng xảy ra ở dưới đáy - khi người người lạc quan cuối cùng cũng phải đầu hàng.

(trang 274)

Bởi vì sự khái quát hóa vào thời kỳ khủng hoảng tài chính 2007-2008 trở nên tiêu cực, cỗ máy tạo-sai-lầm vận hành theo cách ngược lại. Không có lòng tham, chỉ có sự sợ hãi. Không có sự lạc quan, chỉ có sự bi quan. Không dễ dàng chấp nhận rủi ro, chỉ có thận trọng với rủi ro. Không sẵn lòng diễn giải một cách tích cực, chỉ có thể đi theo hướng tiêu cực. Không có khả năng tưởng tượng ra những kết quả tốt, chỉ có thể là những kết quả xấu.

(trang 311-312)

≈

Đáy của thị trường là gì? Đó là điểm mà chu kỳ đạt tới mức giá thấp nhất. Do vậy, đáy có thể được xem như ngày mà những người hoảng loạn cuối cùng cũng phải bán ra, hoặc ngày cuối cùng mà số người bán vượt trội số người mua. Từ dưới đáy, giá tăng lên, bởi vì không còn người nào cầm cổ phiếu để đầu hàng và bán ra nữa, hoặc bởi vì bây giờ người ta lại muốn mua nhiều hơn bán.

Khi một thị trường đi xuống như thác đổ, các nhà đầu tư có thể thường nghe thấy câu: "Chúng ta sẽ không cố gắng bắt dao rơi." Nói cách khác: "Xu hướng đang đi xuống và ta không thể

biết được khi nào nó sẽ dừng lại, vì vậy tại sao chúng tôi lại nên mua vào, trước khi có thể chắc chắn mình đã chạm tới đáy thị trường?" Tôi nghĩ điều mọi người đang thực sự nói là: "Chúng tôi sợ - cụ thể là sợ phải mua trước khi sự suy giảm dừng lại, và khiến tình hình xấu đi - vì vậy chúng tôi sẽ đợi cho tới khi ta chạm đáy thị trường, sự hỗn loạn lắng xuống và những điều không chắc chắn được giải quyết." Nhưng hy vọng rằng tới lúc này, tôi đã làm mọi thứ trở nên rất rõ ràng, đó là khi hỗn loạn lắng xuống và tâm trí của các nhà đầu tư trở nên ổn định, các món hời sẽ biến mất.

Thường là khi thị trường trượt xuống, bạn có thể mua nhiều nhất những gì bạn muốn, mua từ những người bán đã đầu hàng và khi những người không-bắt-dao-rơi chỉ đứng ngoài lề. Nhưng một khi đường trượt chạm đáy, thì theo lý thuyết, chỉ còn rất ít người muốn bán và ở những phiên giao dịch tiếp theo, người mua lại chiếm ưu thế. Do vậy, việc bán ra trở nên hiếm hoi và những người mua sẽ phải đối mặt với sự cạnh tranh ngày càng tăng.

(trang 314-316)

≈

Việc tháo chạy khỏi thị trường sau một đợt giảm sút – và do đó, không được tham gia vào sự phục hồi mang tính chu kỳ – thật sự là một sai lầm chí mạng trong đầu tư. Trải qua sự thua lỗ điều chỉnh theo giá thị trường (mark-to-market) trong giai đoạn chu kỳ đi xuống không gây chết người, miễn là bạn vẫn kiên trì nắm giữ để thu lợi khi xu hướng đi lên. Khi sự dao động đi

xuống bị chuyển hóa thành một khoản lỗ vĩnh viễn thông qua bán ra ở dưới đáy, đó mới thực sự là điều khủng khiếp.

Do vậy, hiểu được chu kỳ và có được những kỹ năng cảm xúc và tài chính cần thiết để vượt qua chúng là yếu tố thiết yếu của một phi vụ đầu tư thành công.

(trang 318)

≈

Nếu thị trường được tính toán một cách nghiêm ngặt, chỉ dựa trên các yếu tố cơ bản của công ty, thì giá của một chứng khoán sẽ không dao động nhiều hơn quá mức so với thu nhập hiện tại của nhà phát hành và triển vọng thu nhập trong tương lai. Thực tế, mức giá nhìn chung sẽ biến động ít hơn so với thu nhập, bởi sự thay đổi thu nhập hằng quý thường không mấy biến chuyển trong dài hạn và bên cạnh đó, nó không nhất thiết phản ánh các thay đổi thực tế trong tiềm năng dài hạn của công ty.

Dù thế, giá chứng khoán nhìn chung vẫn thay đổi nhiều hơn so với thu nhập. Tất nhiên, lý do phần lớn thuộc về các yếu tố tâm lý, cảm xúc và những yếu tố phi cơ bản. Do vậy mức giá thay đổi quá đà và phóng đại những thay đổi cơ bản.

(trang 253)

Sự thật là các vấn đề thực tế liên quan đến tài chính và các số liệu mới chỉ là điểm khởi đầu của hành vi trên thị trường; tính lý trí của nhà đầu tư chỉ mang tính ngoại lệ chứ không phải là một quy tắc; và thị trường chỉ dành rất ít thời gian để bình tĩnh đo đếm các dữ liệu tài chính và thiết lập mức giá mà không bị cảm xúc chi phối.

(trang 256-257)



Mục tiêu của nhà đầu tư là định vị vốn của mình để hưởng những lợi ích từ sự phát triển trong tương lai. Anh ta muốn đầu tư nhiều hơn khi thị trường tăng, hơn là khi thị trường giảm, và muốn sở hữu nhiều thêm những tài sản đang tăng giá nhiều hơn hoặc đang giảm giá ít hơn, cũng như muốn bớt sở hữu các loại tài sản khác. Mục tiêu rất rõ ràng. Câu hỏi là làm sao để thực hiện được.

Trong trường hợp không có khả năng thấy trước tương lai, làm thế nào để chúng ta có thể định vị danh mục đầu tư của mình cho những gì đang chờ đợi? Tôi nghĩ câu trả lời chủ yếu nằm ở việc ta hiểu được thị trường đang đứng ở đâu trong chu kỳ của nó và điều đó ngụ ý gì cho sự chuyển dịch của chu kỳ trong tương lai. Như tôi đã viết trong *The Most Important Thing*: "Chúng ta có thể không bao giờ biết chúng ta sẽ đi về đâu, nhưng chúng ta nên nắm được mình đang đứng ở đâu."

(trang 280-281)



Điểm mấu chốt của tất cả những điều này là gì? Để biết được những biến động của tâm lý và chu kỳ ta xét tới đang đứng ở đâu trong quá trình dao động. Để từ chối mua – và có lẽ để quyết định bán – khi tâm lý quá tích cực và sẵn sàng định giá quá cao khiến giá tăng vọt lên tới đỉnh. Và để mua khi tâm lý chán nản, khi việc không có những tiêu chuẩn định giá lúc dao

động đi xuống khiến các nhà đầu tư hoảng loạn bán ra những món hời và làm giá xuống thấp. Như ngài John Templeton đã nói: "Để mua khi những người khác đang bán một cách tuyệt vọng và bán khi những người khác đang tham lam mua vào yêu cầu con người phải sở hữu lòng kiên cường lớn nhất và người đó sẽ có được phần thưởng lớn nhất."

(trang 282-283)



Thành phần chủ chốt ở đây là *sự suy luận*, một trong những từ yêu thích nhất của tôi. Mọi người đều nhìn thấy những điều xảy ra mỗi ngày, thông qua những bản tin truyền thông. Nhưng liệu có bao nhiêu người cố gắng hiểu các sự kiện hằng ngày đó nói gì về tâm lý của những người tham gia thị trường, về tình hình đầu tư và từ đó biết phải hành động phản hồi lại như thế nào?

Nói một cách đơn giản, chúng ta phải quyết tâm hiểu được ý nghĩa của những điều đang diễn ra xung quanh chúng ta. Khi những người khác tự tin hết mức và mua vào mạnh mẽ, chúng ta nên nâng cao cảnh giác; khi những người khác sợ hãi không dám hành động hoặc hoảng hốt bán ra, chúng ta lại cần trở nên quyết liệt.

Các yếu tố tâm lý và cảm xúc tạo ra tác động ban đầu của chúng thông qua thuyết phục các nhà đầu tư rằng các tiêu chuẩn định giá trong quá khứ đã không còn phù hợp và giờ ta có thể đi lệch hướng. Khi các nhà đầu tư đang bay cao và thu được tiền,

họ dễ dàng tìm thấy các lý do thuận lợi để giải thích tại sao nên "giải phóng" tài sản khỏi những ràng buộc của tiêu chuẩn định giá. Sự lý giải thường bắt đầu với câu "lần này mọi thứ sẽ khác". Hãy coi chừng dấu hiệu đáng lo ngại này, khi người ta sẵn lòng không hoài nghi nữa. Tương tự như vậy, khi giá tài sản suy sụp trong một cuộc đổ vỡ, lý do luôn vì người ta nhận định rằng mọi thứ từng nâng giá trị lên trong quá khứ sẽ không thể tạo ra hiệu quả trong tương lai.

(trang 287-289)



"Lần này sẽ khác" là một trong số những câu nói nguy hiểm nhất của thế giới kinh doanh - đặc biệt khi nó được áp dụng cho một thứ đã đạt tới cực điểm - điều vẫn thường xảy ra.

Khi mọi người nói "sẽ khác", thì họ có ý nói những quy tắc và quá trình tạo ra chu kỳ trong quá khứ đã bị tạm dừng. Nhưng hành vi theo chu kỳ của các hoạt động tài chính trong quá khứ không phải là kết quả của những quy tắc khoa học và hữu hình. Trong khoa học, nguyên nhân và kết quả có một mối quan hệ phụ thuộc và có thể lặp lại, vì vậy ta có thể nói một cách tự tin rằng "nếu a thì b". Nhưng dù đúng là có một vài nguyên tắc vận hành trong thế giới tài chính và kinh doanh, thì kết quả thực sự lại rất khác biệt so với khoa học.

Lý do của vấn đề này – như tôi đã nhắc lại nhiều lần – là sự tham gia của con người. Quyết định của con người có ảnh hưởng lớn đến chu kỳ kinh tế, kinh doanh và thị trường. Thực

tế, nền kinh tế, công việc kinh doanh và thị trường chỉ là các giao dịch giữa con người. Và con người không đưa ra quyết định một cách khoa học.

Con người có cảm xúc và vì thế, họ không bị ràng buộc bởi các quy tắc bất khả xâm phạm. Họ sẽ luôn đưa cảm xúc và các yếu tố tạo nên nhược điểm vào các quyết định kinh tế và đầu tư. Kết quả là họ sẽ trở nên hưng phấn vào sai thời điểm, tuyệt vọng không đúng lúc - thổi phồng tiềm năng tăng giá khi mọi thứ đang diễn ra tốt đẹp và làm quá rủi ro giảm giá khi mọi thứ trở nên xấu đi - do vậy, họ sẽ đẩy các xu hướng lên tới các cực điểm của chu kỳ.

(trang 384-385)

≈

Định vị chu kỳ là quá trình quyết định mức rủi ro có trong danh mục đầu tư của bạn trước những phán đoán (của bạn) về các chu kỳ chính. Lựa chọn tài sản – quá trình quyết định thị trường, thị trường ngách, loại chứng khoán hoặc tài sản đặc biệt nào cần đánh giá cao và cần đánh giá thấp. Đây là hai công cụ chính trong việc quản lý danh mục đầu tư. Nó có thể đã được đơn giản hóa quá mức, nhưng tôi nghĩ mọi điều nhà đầu tư thực hiện đều sẽ thuộc một trong hai vấn đề này.

(trang 332)

≈

Định vị chu kỳ chủ yếu là việc chọn lựa giữa quyết liệt hay thận trọng: Tăng và giảm mức độ tiếp xúc trước các chuyển động của thị trường.

Công thức để thành công ở đây bao gồm (a) những phân tích thận trọng về vị trí của thị trường trong chu kỳ của nó, (b) sự quyết liệt hoặc tính thận trọng được nâng cao, và (c) các đánh giá được chứng minh là chính xác. Những điều này có thể được tóm tắt thành "kỹ năng" hoặc hệ số "alpha" khi định vị chu kỳ. Tất nhiên, mục (c) - được chứng minh là chính xác - không phải là một vấn đề nằm trong tầm kiểm soát của bất kỳ ai, đặc biệt là khi thị trường phải chịu tác động của sự ngẫu nhiên ở một mức độ nào đó. Vì vậy, việc được chứng minh là chính xác sẽ không xảy ra mọi lúc, ngay cả khi các đánh giá được đưa ra bởi những nhà đầu tư giàu kỹ năng biết lý giải tốt các hiện tượng.

(trang 337)

≈

Khi thị trường đang ở mức thấp trong chu kỳ, lợi nhuận có khả năng cao hơn thông thường và việc thua lỗ ít có khả năng xảy ra hơn. Điều trái ngược lại sẽ đúng khi thị trường đang ở mức cao trong chu kỳ. Định vị các chuyển động - dựa trên nơi mà bạn tin rằng thị trường đang đứng trong chu kỳ của nó - sẽ giúp bạn có thể chuẩn bị tốt hơn cho danh mục đầu tư trước các sự kiện đang chờ phía trước. Dù bạn luôn luôn có thể kém may mắn khi đứng trước mối quan hệ giữa những điều hợp lý nên xảy ra và những điều xảy ra trong thực tế, thì việc có các quyết

định định vị tốt vẫn có thể làm tăng cơ hội để xu hướng của thị trường - cũng như cơ hội để đạt được hiệu suất vượt trội - đứng về phía bạn.

(trang 340-341)

≈

Theo quan điểm của tôi, hoàn toàn hợp lý khi cố gắng cải thiện kết quả đầu tư dài hạn bằng cách thay đổi định vị trên cơ sở thấu hiểu chu kỳ thị trường. Nhưng một điều thiết yếu khác phải nắm được là những giới hạn, cũng như những kỹ năng cần thiết và những khó khăn của việc thấu hiểu chu kỳ thị trường.

Một điều quan trọng nữa, tôi muốn ta chú ý đến một sự thật hiển nhiên, rằng thay vì những dao động hằng ngày của thị trường, thì những ví dụ cụ thể mà tôi đã đưa ra trong cuốn sách đều liên quan đến các cực điểm mang tính chu kỳ xảy ra "một lần trong đời" (hiện nay, những điều mà dường như xảy ra một lần trong một thập kỷ). Đầu tiên, những cực điểm của bong bóng và đổ vỡ - và cụ thể là quá trình dẫn tới các cực điểm đó - chủ yếu đã minh họa rõ ràng hoạt động thực tế của chu kỳ và cách phản ứng với nó. Thứ hai, chính vào lúc đối phó với những cực điểm dễ nhận thấy, chúng ta nên kỳ vọng thành công sẽ có khả năng xảy ra cao nhất.

Giữa hai thái cực "giá cao" và "giá thấp" – tức khi chu kỳ ở khu vực giữa mang tên "giá hợp lý" – thì mối quan hệ giữa giá và giá trị không thể thấy rõ như khi chu kỳ đạt cực điểm. Kết quả là:

- Rất khó để phân biệt được chúng một cách thường xuyên và chính xác.
- Do vậy, sự khác biệt ở khu vực giữa không có khả năng sinh lời cao như khi ở các cực điểm, và không thể kỳ vọng những khác biệt này có thể tạo ra kết quả đáng tin cậy.

Việc phát hiện và khai thác các cực điểm thực sự là điều tốt nhất mà ta hy vọng có thể làm được. Và tôi tin chắc chúng ta có thể làm được việc đó - nếu bạn có khả năng phân tích, có những cái nhìn chuyên sâu, có kinh nghiệm (hoặc hiểu biết về lịch sử) và không bị cảm xúc chi phối. Tuy nhiên, điều đó có nghĩa là bạn không nên mong đợi mình sẽ đạt được những kết quả thu về lợi nhuận hằng ngày, hằng tháng, hoặc thậm chí hằng năm.

Sự hợp lý của những nỗ lực định thời điểm chu kỳ đơn thuần phụ thuộc vào những gì bạn kỳ vọng. Nếu bạn thường xuyên cố gắng xác định chúng ta đang đứng ở đâu trong chu kỳ theo kiểu "chuyện gì sẽ xảy ra vào ngày mai?" hoặc "điều gì sẽ xảy ra với chúng ta vào tháng tới?" thì bạn sẽ khó lòng thành công. Tôi mô tả nỗ lực kiểu đó là "cố tỏ ra sắc sảo". Không ai có thể phân biệt tinh tế như vậy đủ thường xuyên hoặc liên tục chính xác để tạo thêm những kết quả đầu tư thiết yếu. Và không ai biết khi nào thì những điều được cho là "có thể xảy ra" sẽ trở thành hiện thực.

Như Peter Bernstein đã nói: "Chúng ta không thể biết được tương lai. Nhưng cũng hữu ích khi biết rằng mắc sai lầm là một điều bình thường và không thể tránh khỏi. Nó không phải một

thảm họa khủng khiếp, không phải là những thất bại ghê gớm về lập luận, thậm chí cũng không phải là xui xẻo trong hầu hết các trường hợp. Sai lầm xuất phát từ việc hành động những điều mà kết quả của chúng lại phụ thuộc vào một tương lai không ai biết…"

(trang 353-358)

≈

Xu hướng rằng con người luôn đi quá xa sẽ không bao giờ kết thúc. Và do đó, vì những sự quá đà này cuối cùng đều sẽ phải điều chỉnh lại, sự hình thành các chu kỳ cũng sẽ không bao giờ kết thúc. Nền kinh tế và thị trường chưa bao giờ dịch chuyển theo một đường thẳng trong quá khứ, và chúng cũng sẽ không dịch chuyển như vậy trong tương lai. Điều đó có nghĩa là các nhà đầu tư thấu hiểu được chu kỳ sẽ tìm thấy những cơ hội tạo ra lợi nhuận.

(trang 389)